



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2012

Kommentierung der §§ 15a-15b, 37b-37c, 37h WpHG

Sethe, Rolf

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-58916>

Book Section

Originally published at:

Sethe, Rolf (2012). Kommentierung der §§ 15a-15b, 37b-37c, 37h WpHG. In: Assmann, Heinz-Dieter; Schneider, Uwe H. Wertpapierhandelsgesetz: WpHG: Kommentar (6. Aufl.). Köln: Schmidt.

§ 15a

**Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung
an das Unternehmensregister**

(1) Personen, die bei einem Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen, haben eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivaten, dem Emittenten und der Bundesanstalt innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen. Die Verpflichtung nach Satz 1 obliegt auch Personen, die mit einer solchen Person in einer engen Beziehung stehen. Die Verpflichtung nach Satz 1 gilt nur bei Emittenten solcher Aktien, die

1. an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder
2. zum Handel an einem ausländischen organisierten Markt zugelassen sind, sofern der Emittent seinen Sitz im Inland hat oder es sich um Aktien eines Emittenten mit Sitz außerhalb der Europäischen Union und des Europäischen Wirtschaftsraums handelt, für welche die Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes ist.

Der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt steht es gleich, wenn der Antrag auf Zulassung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Die Pflicht nach Satz 1 besteht nicht, solange die Gesamtsumme der Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben und der mit dieser Person in einer engen Beziehung stehenden Personen insgesamt einen Betrag von 5000 Euro bis zum Ende des Kalenderjahres nicht erreicht.

(2) Personen mit Führungsaufgaben im Sinne des Absatzes 1 Satz 1 sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.

(3) Personen im Sinne des Absatzes 1 Satz 2, die mit den in Absatz 2 genannten Personen in einer engen Beziehung stehen, sind deren Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtigte Kinder und andere Verwandte, die mit den in Absatz 2 genannten Personen zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben. Juristische Personen, bei denen Personen im Sinne des Absatzes 2 oder des Satzes 1 Führungsaufgaben wahrnehmen, gelten ebenfalls als Personen im Sinne des Absatzes 1 Satz 2. Unter Satz 2 fallen auch juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Person im Sinne des Absatzes 2 oder des Satzes 1 kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen.

(4) Ein Inlandsemittent hat Informationen nach Absatz 1 unverzüglich zu veröffentlichen und gleichzeitig der Bundesanstalt die Veröffentlichung mitzuteilen; er übermittelt sie außerdem unverzüglich, jedoch nicht vor ihrer Veröffentlichung dem Unternehmensregister im Sinne des § 8b des Handelsgesetzbuchs zur Speicherung. § 15 Abs. 1 Satz 2 gilt entsprechend mit der Maßgabe, dass die öffentliche Ankündigung eines Antrags auf Zulassung einem gestellten Antrag auf Zulassung gleichsteht.

(5) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über den Mindestinhalt, die Art, die Sprache, den Umfang und die Form der Mitteilung nach Absatz 1 und Absatz 4 Satz 1 sowie der Veröffentlichung nach Absatz 4. Das Bundes-

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

ministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

In der Fassung des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (BGBl. I 2007, 1330).

Europäische Rechtsakte: Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

Schrifttum: *Agrawal/Jaffe*, Does Section 16b deter insider trading by target managers?, *Journal of Financial Economics* 39 (1995), 295; *Ams*, Directors' Dealings and Insider Trading in Germany, 2010; *Assmann*, Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht, *ZHR* 172 (2008), 635; *Bajo/Petracci*, Do what insiders do: Abnormal performances after the release of insiders' relevant transactions. *Studies in Economics and Finance* 23 (2006), 94; *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001; *Baums*, Anlegerschutz und Neuer Markt, *ZHR* 166 (2002), 375; *Baur/Wagner*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Neuerungen im Börsen- und Wertpapierhandelsrecht, *Die Bank* 2002, 530; *Bednarz*, Pflichten des Emittenten bei einer unterlassenen Mitteilung von Directors' Dealings, *AG* 2005, 835; *Benesch/Pari*, Performance of Stocks Recommended on the Basis of Insider Trading Activity, *The Financial Review* 22 (1987), 145; *Bettis/Vickrey/Vickrey*, Mimickers of Corporate Insiders Who Make Large-Volume Trades, *Financial Analysts Journal* 53, 5 (1997), 57; *Bode*, Die Anwendung von § 15a WpHG bei Geschäften innerhalb eines Konzerns, *AG* 2008, 648; *Bosse*, Wesentliche Neuregelungen ab 2007 aufgrund des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes für börsennotierte Unternehmen, *DB* 2007, 39; *Buchta*, Die Haftung des Vorstands einer Aktiengesellschaft – aktuelle Entwicklungen in Gesetzgebung und Rechtsprechung (Teil II), *DStR* 2003, 740; *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, *BKR* 2004, 424; *von Buttlar*, Directors' Dealings: Änderungsbedarf auf Grund der Marktmissbrauchsrichtlinie, *BB* 2003, 2133; *von Buttlar*, Kapitalmarktrechtliche Pflichten in der Insolvenz, *BB* 2010, 1355; *Deutsche Bank*, Directors' Dealings in Europe, 2004; *Dickgießer*, Directors' dealings, market efficiency, and strategic insider trading in the German stock market, 2010; *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), *NZG* 2004, 929; *Dier/Fürhoff*, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, *AG* 2002, 608; *Dreyling*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Überregulierung oder Notwendigkeit?, *Die Bank* 2002, 16; *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, *Der Konzern* 2005, 1; *von Drieder/Schröder*, Gestaltungsmöglichkeiten für die Gewährung von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder im Lichte des neuen Insiderrechts, *WM* 2007, 534; *Dymke*, Directors' Dealings am deutschen Kapitalmarkt – eine empirische Bestandsaufnahme, *Finanz-Betrieb* 2007, 450; *Dymke*, Directors' Dealings in Deutschland – Empirische Analyse der Eigengeschäfte von Unternehmensinsidern, 2011; *Engelhart*, Meldepflichtige und meldefreie Geschäftsarten bei Directors' Dealings (§ 15a WpHG), *AG* 2009, 856; *Erkens*, Directors' Dealings nach neuem WpHG, *Der Konzern* 2005, 29; *Escher-Weingart/Hannich*, Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts bestimmt den Kreis der Mitteilungspflichtigen gem. § 15a WpHG („Directors' Dealings“) neu, *NZG* 2005, 922; *Fenchel*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, *DStR* 2002, 1355; *Finnerty*, Insiders and Market Efficiency, *Journal of Finance* 31 (1976), 1141; *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings – Eine juristische und empirische Analyse des Handels von Organmitgliedern mit Aktien des eigenen Unternehmens, *Studien des Deutschen Aktieninstituts*, hrsg. von R. von Rosen, Heft 19, 2002; *Fleischer*, Directors' Dealings, *ZIP* 2002, 1217; *Fleischer*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, *NJW* 2002, 2977; *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu re-

geln?, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 1; *Fleischer*, Organpublizität im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, NGZ 2006, 561; *Friederich/Gregory/Matatko/Tonks*, Short-run Returns around the Trades of Corporate Insiders on the London Stock Exchange, *European Financial Management*, 8 (2002), 7; *Fürhoff/Schuster*, Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts im Jahr 2002, BKR 2003, 134; *Gregory/Matatko/Tonks*, Detecting Information from Directors' Trades: Signal Definition and Variable Size Effects, *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (1997), 309; *Gregory/Matatko/Tonks/Purkis*, UK directors' trading – the impact of dealings in smaller firms, *The Economic Journal* 104 (1994), 37; *Großmann/Nikolayczik*, Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, DB 2002, 2031; *Grothaus*, Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?, ZBB 2005, 62; *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und -übernahmen, 2008; *Gurlit*, Gläserne Banken- und Kapitalmarktaufsicht?, WM 2009, 773; *Hagen-Eck/Wirsch*, Gestaltung von Directors' Dealings und die Pflichten nach § 15a WpHG, DB 2007, 504; *Handelsrechtsausschuss des DAV*, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 703; *Heidorn/Meyer/Pietrowia*, Performance-Effekte nach Directors' Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden, *Arbeitsberichte der HfB – Business School of Finance & Management*, Nr. 57, Frankfurt a.M. 2004; *Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen, 2006; *Hillier/Marshall*, The Market Evaluation of Information in Directors' Trades, *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (2002), 77; *Holzborn/Foelsch*, Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, NJW 2003, 932; *Holzborn/Israel*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis, WM 2004, 1948; *Hower-Knobloch*, Directors' Dealings gem. § 15a WpHG, 2007; *Hutter/Kaulamo*, Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderungen der Regelpublizität und das neue Veröffentlichungsregime für Kapitalmarktinformationen, NJW 2007, 550; *Hutter/Kaulamo*, Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderungen der anlassabhängigen Publizität, NJW 2007, 471; *Hutter/Leppert*, Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, NZG 2002, 649; v. *Ilberg/Neuses*, Die Richtlinienvorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik, WM 2002, 635; *Jaffe*, Special Information and Insider Trading, *Journal of Business* 47 (1974), 410; *Jeng/Metrick/Zeckhauser*, Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective, *Review of Economics & Statistics* 85 (2003), 453; *King/Roell*, Insider Trading, *Economic Policy* 1988, 165; *Klawitter*, Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten eines börsennotierten Unternehmens, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2008, § 32; *Koch*, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267; *Krimphove*, Aktuelle Entwicklung im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, ZfGK 2005, 97; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Lebherz*, Insidergeschäfte, Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings, in: *Grieser/Heemann* (Hrsg.), Bankaufsichtsrecht, 2010, S. 859; *Lee/Bishara*, Recent Canadian Experience on the Profitability of Insider Trades, *The Financial Review* 24 (1989), 235; *Leppert/Stürwald*, Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht, ZBB 2002, 90; *Letzel*, Directors' Dealings in der Unternehmenspraxis, BKR 2002, 862; *Madden*, The Performance of Common Stocks After Intensive Trading by Insiders, *The Financial Review* 14 (1979), 27; *Masling*, Publizitätspflichten für Vorstandsgehälter, 2009; *Merkner*, Directors' Dealings – Der Anwendungsbereich von § 15a WpHG im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen, BKR 2003, 733; *Mutter*, Die Holdinggesellschaft als reziproker Familienpool – Pflichten nach WpHG und WpÜG, DStR 2007, 2013; *Osterloh*, Directors' Dealings, 2007; *Pavlova*, Anlassbezogene Informationspflichten der Emittenten nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2008; *Pfüller*, Directors' Dealings, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 22; *Pirner/Lebherz*, Wie nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz publiziert werden muss, AG 2007, 19; *Pluskat*, Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz geänderte Regelung der Directors' Dealings vor dem Hintergrund der Richtlinie zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie, BKR 2004, 467; *Pluskat*, Die Regelung der Directors' Dealings nach § 15a WpHG im Lichte der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie, Finanz-Betrieb 2004, 219; *Pluskat*, Die Neuregelung der Directors' Dealings in der Fassung des Anleger-

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

schutzverbesserungsgesetzes, DB 2005, 1097; *Pope/Morris/Peel*, Insider Trading – Some Evidence on Market Efficiency and Directors' Share Dealings in Great Britain, *Journal of Business Finance & Accounting* 17 (1990), 359; *Posegga*, Pflicht zur Veröffentlichung von Directors' Dealings: Quo vadis, Anlegerschutz?, BKR 2002, 697; *Posegga*, Anlegerschutz bleibt durch ex-post-Transparenz bei Directors' Dealings auf der Strecke, BKR 2002, 1061; *Przewłocka*, Die rechtliche Regelung von Directors' Dealings in Deutschland und Polen, 2007; *Rau*, Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“), Die Unternehmung, 2003, 393; *Rau*, Directors' Dealings am deutschen Aktienmarkt, empirische Analyse meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte, 2004; *Riedl*, Transparenz und Anlegerschutz am deutschen Kapitalmarkt – Eine empirische Analyse am Beispiel meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte nach § 15a WpHG (Directors' Dealings), 2008; *Riedl*, Insidergeschäfte von vorgestern – Informationsgehalt zweitpublizierter Directors' Dealings in Deutschland, *Finanz-Betrieb* 2009, 506; *Riedl/Marten*, Directors' Dealings, DBW 2010, 553; *von Rosen*, Interaktive Kommunikation mit dem Kapitalmarkt, in: FS Reinhart Schmidt, 2005, S. 79; *Rozeff/Zaman*, Market Efficiency and Insider Trading – New Evidence, *Journal of Business* 61 (1988), 25; *Rozeff/Zaman*, Overreaction and Insider Trading – Evidence from Growth and Value Portfolios, *Journal of Finance* 53 (1998), 701; *Rudolph*, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?, BB 2002, 1036; *Rüttenauer*, Directors' Dealings, Untersuchung von Performanceeffekten nach meldepflichtigen Aktiengeschäften, 2007; *Schäfer*, Directors' Dealings, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), *Handbuch börsennotierte AG*, 2. Aufl. 2009, § 15; *Uwe H. Schneider*, Der pflichtenauslösende Sachverhalt bei „Directors' Dealings“, BB 2002, 1817; *Uwe H. Schneider*, Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“) im Konzern, AG 2002, 473; *Schüssler*, Eine empirische Analyse der Directors' Dealings im deutschsprachigen Raum, 2010; *Schuster*, Kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten von Organmitgliedern am Beispiel des § 15a WpHG, ZHR 167 (2003), 193; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; *Seibt/Bremkamp*, Erwerb eigener Aktien und Ad-hoc-Publizitätspflicht, AG 2008, 469; *Seitz*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005; *Sethe*, Kapitalmarktrechtliche Konsequenzen einer Kapitalherabsetzung, ZIP 2010, 1825; *Seyhun*, Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency, *Journal of Financial Economics* 16 (1986), 189; *Spindler*, Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449; *Strieder*, Abgrenzung der Regelberichterstattung von der Ad-hoc-Publizität, *Finanz-Betrieb* 2002, 735; *Süßmann*, in: Park (Hrsg.), *Kapitalmarktrecht*, 2. Aufl. 2008, Teil 4 Kap. 3 T1 = S. 779 ff.; *Taylor*, Teaching an Old Law New Tricks: Rethinking Section 16, 39 *Ariz. L. Rev.* (1997), 1315; *Tebroke/Wollin*, Directors' Dealings, Informationseffizienz und Handelsstrategien, Die Unternehmung 2005, 31; *Veil*, Gewinnabschöpfung im Kapitalmarktrecht, ZGR 2005, 155; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, 2010; *Wastl*, Directors' Dealings und aktienrechtliche Treuepflicht, NZG 2005, 17; *Weber*, Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, EuZW 2002, 43; *Weber*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW 2004, 28; *Weber/Ryser*, Aktienderivate im Offenlegungsrecht, SZW 2010, 112; *Weiler/Tollkühn*, Die Neuregelung des „directors' dealing“ nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, DB 2002, 1923; *Wilke*, Grenzen einheitlicher Rechtsanwendung von Ver- und Geboten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) – zur Normspaltung bei Blankettstrafgesetzgebung, 2010; *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537.

Inhaltsübersicht

I. Entstehungsgeschichte	1	3. Alternativen und Reformvorschläge	16
II. Regelungsgegenstand und Bedeutung	9	a) Handelsverbot	16
1. Inhalt der Regelung	9	b) Pre-trading disclosure	17
2. Ziele der Regelung	10	c) Weitere Reformvorschläge	18
		4. Tatsächliche Bedeutung der Regelung	19

III. Regelungsvorbilder	20	1. Adressat der Mitteilung	99
IV. Europarechtlicher Hintergrund	23	2. Inhalt der Mitteilung	100
V. Die Mitteilungspflicht (§ 15a Abs. 1 WpHG)	27	3. Frist der Mitteilung	105
1. Sachlicher Anwendungsbereich	27	4. Form der Mitteilung	108
a) Finanzinstrumente	28	VII. Die Pflicht zur Verbreitung der Information (§ 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG)	109
b) Zulassung zu einer inländischen Börse (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 WpHG)	30	1. Anwendungsbereich	109
c) Ausländische Börsenzulassung (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 WpHG)	33	2. Pflicht zur Veröffentlichung	114
2. Persönlicher Anwendungsbereich	35	a) Art der Veröffentlichung (§ 3a WpAIV)	114
a) Personen mit Führungsaufgaben (§ 15a Abs. 2 WpHG)	35	b) Inhalt der Veröffentlichung (§ 12 WpAIV)	117
aa) Überblick	35	c) Sprache der Veröffentlichung	118
bb) Leitungsorgane von AG und SE	36	d) Frist der Veröffentlichung	119
cc) Aktionäre und unternehmensexterne Personen	37	e) Nachweis der Veröffentlichung	120
dd) Persönlich haftende Gesellschafter und Komplementärsgesellschaften	38	f) Zusätzliche Veröffentlichung durch die BaFin	121
ee) top executives	39a	3. Weiterleitung an das Unternehmensregister	122
ff) Fehlerhaft bestellte Organe	40	4. Jährliches Dokument	123
gg) Im Insiderverzeichnis erfasste Personen	41	VIII. Überwachung	125
hh) Insolvenzverwalter	42	IX. Sanktionen	129
ii) Beginn und Ende der Stellung als Führungsperson	43	1. Bußgelder	129
b) Organmitglieder von Konzernunternehmen	44	a) Verstoß gegen die Mitteilungspflicht	129
c) In enger Beziehung stehende Personen (§ 15a Abs. 1 Satz 2, Abs. 3 WpHG)	45	b) Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht	130
d) Dritte	62	c) Verstoß gegen die Pflicht zur Übersendung eines Belegs und zur Übermittlung der Information an das Unternehmensregister	131
3. Mitteilungspflichtige Geschäfte	63	d) Verstoß gegen die Pflicht zur Veröffentlichung des jährlichen Dokuments	134
a) Aktien oder sich darauf beziehende Finanzinstrumente	63	e) Verstoß gegen eine vollziehbare Anordnung	135
aa) Überblick	63	2. Strafrechtliche Sanktionen	136
bb) Aktien	65	3. Naming and shaming	137
cc) Sich auf Aktien beziehende Finanzinstrumente	66	4. Zivilrechtliche Sanktionen	138
b) Begriff des eigenen Geschäfts	71	a) Nichtigkeit nach § 134 BGB	138
aa) Schuldrechtliches oder dingliches Geschäft	71	b) Haftung aus §§ 37b, 37c WpHG	139
bb) Verpflichtung zu Doppelmitteilungen?	72	c) Deliktische Haftung	140
cc) Art der schuldrechtlichen Geschäfte	77	d) Verletzung des Deutschen Corporate Governance Kodex	142
dd) Maßgeblichkeit der eine Transaktion ausführenden Person?	86	e) Entwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes	143
4. Ausnahmen	93	f) Gewinnabschöpfungsanspruch	144
5. Rechtsfolgen	96	X. Verhältnis des § 15a WpHG zu weiteren Publizitätspflichten innerhalb und außerhalb des WpHG	145
VI. Die Mitteilung	99	1. Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)	146

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

2. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils (§§ 21 ff. WpHG)	147	5. Aufsichtsrechtliche Pflichten	153
3. Publizitätspflichten bei der Börsenzulassung	148	6. Gesellschaftsrechtliche Regelungen	154
4. Übernahmerecht	149	7. Bilanzrechtliche Vorschriften	157
		8. Ansprüche nach dem Informationsfreiheitsgesetz	158

I. Entstehungsgeschichte

- 1 Die Vorschrift wurde durch das **Vierte Finanzmarktförderungsgesetz**¹ eingeführt. Sie war bereits im Diskussionsentwurf vom 4.9.2001² enthalten und wurde unverändert in den Regierungsentwurf vom 14.11.2001³ übernommen. Der Finanzausschuss nahm mehrere inhaltliche Änderungen vor⁴. Die anschließenden Beratungen im Bundesrat und im Vermittlungsausschuss passierte die Bestimmung ohne weitere Änderungen. Die Fassung war vom 1.7.2002 bis 29.10.2004 in Kraft.
- 2 Das am 30.10.2004 in Kraft getretene **Anlegerschutzverbesserungsgesetz**, mit dem die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) und der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG zu Directors' Dealings umgesetzt wurden, gestaltete § 15a WpHG grundlegend neu⁵. Insbesondere der persönliche Anwendungsbereich wurde gleich in mehrfacher Hinsicht verändert:
 - Als Person mit Führungsaufgaben galten nun auch diejenigen Mitarbeiter des Emittenten, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind (Absatz 2). Damit wurden erstmals nicht nur die Organmitglieder erfasst, sondern die gesamte Führungsebene eines Unternehmens⁶. Die frühere, am Status ausgerichtete Anknüpfung wurde durch eine funktionale Betrachtungsweise ersetzt.
 - Verändert wurde auch der Kreis der erfassten Familienangehörigen (Absatz 3 Satz 1). Zum einen erstreckte er sich nun auch auf Verwandte der Person mit Führungsaufgaben, die zum Zeitpunkt der meldepflichtigen Transaktion mit dieser mindestens seit einem Jahr im selben Haushalt leben. Zum anderen erfolgte eine deutliche Ausweitung des Anwendungsbereichs dadurch, dass auch die Familienangehörigen derjenigen Mitarbeiter des Emittenten erfasst waren, die regelmäßig

1 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002 (BGBl. I 2002, 2010, berichtet S. 2316), dazu ausführlich Assmann, Einl. Rz. 26 m.w.N.

2 DiskE zum 4. FFG, ZBB 2001, 398, 432.

3 RegE, BR-Drucks. 936/01.

4 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 20.3.2002, BT-Drucks. 14/8600, S. 67 f., sowie Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18 f.

5 Art. 1 des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630). Auf Grund der zahlreichen Änderungen der Vorschrift hat die BaFin ihr Rundschreiben vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002, abgedruckt in AG 2002, R 350, zu § 15a WpHG mittlerweile als überholt gekennzeichnet. Das Rundschreiben der BaFin vom 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002, abgedruckt in AG 2002, R 352, ist nur noch insoweit anzuwenden, als es nicht gegen das AnSVG verstößt. Beide Rundschreiben werden im Folgenden zitiert, da sich aus ihnen nach wie vor wichtige Gesichtspunkte gewinnen lassen.

6 von Rosen, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 2 Rz. 235.

Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Neben diese Erweiterungen trat eine Einschränkung des Anwendungsbereichs an anderer Stelle. Waren bislang alle Verwandten ersten Grades erfasst, sind es jetzt nur noch die unterhaltsberechtigten Kinder.

- Während die erste Fassung des § 15a WpHG auch die Organmitglieder des Mutterunternehmens des Emittenten erfasste, wurde diese misslungene Regelung zu Recht gestrichen.
- Um Umgehungen zu verhindern, erstreckt sich der Anwendungsbereich auf alle juristischen Personen, bei denen die Personen mit Führungsaufgaben Leitungsaufgaben wahrnehmen (Absatz 3 Satz 2). Weiterhin unterfallen alle juristischen Personen, Gesellschaften und Einrichtungen der Mitteilungs- und Meldepflicht, die entweder (1) von einer Person mit Führungsaufgaben oder (2) von den erfassten Angehörigen der Führungspersonen kontrolliert werden oder (3) die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder (4) die wirtschaftliche Interessen verfolgen, die denen solcher Personen entsprechen (Absatz 3 Satz 3).
- Der Tatbestand erfasst nicht nur im Inland zugelassene Aktien, sondern auch solche, die in anderen Mitgliedstaaten der EU oder einem Vertragsstaat des EWR zugelassen sind (Absatz 1 Satz 3 Nr. 2). Er greift bereits dann ein, wenn der Emittent den Antrag auf Zulassung seiner Aktien zu einem organisierten Markt gestellt oder öffentlich angekündigt hat (Absatz 1 Satz 4). Auf der anderen Seite wurde der Anwendungsbereich dadurch eingeschränkt, dass Aktiengeschäfte von Führungspersonen nicht börsennotierter Unternehmen, deren Schuldverschreibungen börsenzugelassen waren, nicht mehr erfasst waren¹.
- Der Kreis der meldepflichtigen Transaktionen wurde verändert, da jetzt alle eigenen Geschäfte in Aktien und sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten mitteilungs- und meldepflichtig sind.
- Die recht großzügigen Ausnahmeregelungen in Bezug auf den Umfang der Geschäfte (früher 25000 Euro pro Person in 30 Tagen) wurden entsprechend den strikteren Vorgaben der EG-Durchführungsrichtlinie deutlich eingeschränkt. Nur noch Geschäfte bis zu 5000 Euro pro Kalenderjahr sind freigestellt, wobei die Geschäfte der Führungsperson mit denen seiner Angehörigen zusammengerechnet werden. Die Ausnahme für Erwerbe von Wertpapieren auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil wird nicht mehr ausdrücklich erwähnt (vgl. Rz. 83 ff.).
- Der Gesetzgeber hat die Frist für die Meldung an den Emittenten und die BaFin auf fünf Werktage festgelegt und damit eine Rechtsunsicherheit beseitigt, die die alte Gesetzesfassung durch das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ mit sich brachte².
- Die Einzelheiten über den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form der Mitteilung sowie der Veröffentlichung können nun in einer Rechtsverordnung festgelegt werden (Absatz 5).
- Die frühere Regelung zu den Überwachungsbefugnissen konnte entfallen, da diese Eingriffsrechte und Kompetenzen in § 4 Abs. 3 WpHG zusammengefasst wurden.

¹ Zum früheren Recht 3. Aufl. des Kommentars § 15a Rz. 18.

² Kritisch deshalb etwa Posegga, BKR 2002, 1061 f.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

- 3 Die meisten der geschilderten Änderungen fanden sich bereits im Referentenentwurf¹. Die Einschränkung auf unterhaltsberechtigte Kinder wurde erst im Regierungsentwurf eingefügt². In seiner Stellungnahme ging der Bundesrat auf die Neufassung der Vorschrift nicht ein³. Der Finanzausschuss strich in Absatz 1 das Tatbestandsmerkmal „schriftlich“, um auch eine andere Form der Mitteilung (z.B. in rein elektronischer Form) zu ermöglichen und eine Vorschrift zu schaffen, die künftigen technischen Entwicklungen flexibel angepasst werden kann⁴. Zudem stellte er klar, dass bei der Frage, ob der Schwellenwert von 5000 Euro nach Absatz 1 Satz 3 erreicht wurde, die Geschäfte der Person mit Führungsaufgaben mit denen seiner Angehörigen zusammengerechnet werden. Damit korrigierte er den Referentenentwurf, der entgegen den Vorgaben der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG einen Freibetrag von 5000 Euro pro Person vorgesehen hatte.
- 4 Sätze 2 und 3 von Absatz 3 der Vorschrift wurden durch das **Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts**⁵ mit Wirkung zum 19.7.2005 geändert. Ziel war eine Klarstellung, da der persönliche Anwendungsbereich der Vorschrift zuvor nicht genau genug bestimmt und damit Art. 6 i.V.m. Art. 1 lit. d der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG nicht korrekt umgesetzt worden war⁶.
- 5 Durch das **Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz**⁷ wurde die Vorschrift umfangreichen Änderungen unterworfen:
 - Die Überschrift wurde dem veränderten Inhalt der Norm angepasst.
 - Der Handelsrechtsausschuss des DAV hatte die Fassung von Absatz 1 Satz 1 kritisiert, weil die Vorschrift nicht auf Inlandsemittenten beschränkt worden sei⁸. Es könne deshalb passieren, dass ein im Inland gelisteter Auslandsemittent sowohl an seine Aufsicht als auch an die BaFin melden müsse. Der Gesetzgeber hat Absatz 1 dennoch unverändert gelassen. Anstelle der an sich gebotenen Einschränkung des Absatzes 1 erfolgte eine Ergänzung des Absatz 4 um einen Satz 2 (dazu sogleich). Erst später erkannte man, dass dies nicht ausreichte und musste § 15a WpHG nochmals ändern (s. unten Rz. 7).
 - Absatz 4 wurde komplett neu gefasst. Satz 1 dient dazu, dem mit der Transparenzrichtlinie eingeführten Herkunftsstaatsprinzip bei der Anwendung von Publizitätsvorschriften Rechnung zu tragen, so dass mehrfach notierte Unternehmen künftig nicht mehr Meldungen in mehreren Mitgliedstaaten vorzunehmen brau-

1 RefE des AnSVG vom 10.3.2004, abgedruckt in ZBB 2004, 168 ff.

2 RegE zum AnSVG vom 30.4.2004, BR-Drucks. 341/04, S. 20 sowie vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 13.

3 Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung vom 16.6.2004, BT-Drucks. 15/3355.

4 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) vom 1.7.2004, BT-Drucks. 15/3493, S. 21, 51.

5 Art. 10a Nr. 2 des Gesetzes vom 22.5.2005, BGBl. I 2005, 1373.

6 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuordnung des Pfandbriefrechts, BT-Drucks. 15/4878, S. 19.

7 Art. 1 Nr. 7 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5.1.2007, BGBl. I 2007, 10.

8 Stellungnahme Nr. 43/06 des Deutschen Anwaltvereins durch den Handelsrechtsausschuss zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie vom Juli 2006, S. 5.

chen. Zudem regelt die Vorschrift nun die zentrale Speicherung von publizitätspflichtigen Informationen¹. Die Meldungen müssen nun auch an das elektronisch geführte Unternehmensregister (§ 8b HGB)² übermittelt werden. Dabei handelt es sich um ein System zur zentralen Speicherung unternehmensbezogener Daten, das jedermann zugänglich ist (www.unternehmensregister.de). Satz 2 ordnet die entsprechende Anwendung des § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG an, wonach die Veröffentlichungs- und Mitteilungspflicht auch Emittenten trifft, für deren Finanzinstrumente erst der Antrag auf Zulassung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Auf den ersten Blick vermutet man eine unnötige Doppelung zur Regelung des Absatzes 1 Satz 4. Dieser Eindruck trägt, denn der Kreis der Emittenten nach Absatz 1 und der nach Absatz 4 sind aufgrund der Neufassung des Absatzes 4 nicht mehr deckungsgleich³.

- Die Verordnungsermächtigung in Absatz 5 Satz 1 wurde präzisiert, indem nach den Wörtern „die Art“, die Wörter „die Sprache“, und nach den Wörtern „nach Absatz 1“ die Wörter „und Absatz 4 Satz 1“ eingefügt wurden.
- Die anknüpfenden Bußgeldtatbestände in § 39 Abs. 2 WpHG wurden reformiert.
- Der Gesetzgeber änderte auch die einschlägigen Vorschriften der WpAIV (Text im Anhang S. 2212). Die Überschrift von § 11 WpAIV wurde angepasst. In § 12 WpAIV wird nun verlangt, dass bei juristischen Personen der Name der mitteilungspflichtigen Person anzugeben ist. Die bisherige Regelung des § 13 WpAIV wurde durch die vor die Klammer gezogenen Regelung der §§ 3a, 3b WpAIV ersetzt. § 13 WpAIV erhielt folgenden neuen Inhalt: „Die Bundesanstalt kann zusätzlich zur Veröffentlichung nach § 15a Abs. 4 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes in Verbindung mit den §§ 3a und 3b die Information im Internet unter ihrer Adresse vornehmen.“ Neu eingefügt wurde § 13a WpAIV, wonach für die Mitteilung des Emittenten über die Veröffentlichung an die Bundesanstalt nach § 15a Abs. 4 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes § 3c WpAIV gilt. Im Diskussionsentwurf⁴ war noch die Aussage enthalten, dass abweichend von § 3c WpAIV statt der Mitteilung des Textes der Veröffentlichung auch ein Hinweis auf eine Internetseite genügt, unter der der Veröffentlichungstext einsehbar ist. Dies wurde nicht in den Regierungsentwurf übernommen. Das geänderte Veröffentlichungsregime des Absatz 4 und der WpAIV stellt die bedeutendste Neuerung dieser Reform des § 15a WpHG dar. Zuvor war stets kritisiert worden, dass Veröffentlichungen auf der Homepage des Emittenten nur zufällig vom Publikum wahrgenommen werden, während die über die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität verbreiteten

¹ RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 73.

² Eingeführt durch das Gesetz über das elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) vom 10.11.2006, BGBl. I 2006, 2553. Dazu etwa *Leuering/Simon*, EHUG – Umfassende Transparenz von Unternehmensdaten, NJW Spezial 2006, 555; *Liebscher/Scharff*, Das Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister, NJW 2006, 3745; *Meyding/Bödeker*, Gesetzentwurf über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG-E) – Willkommen im Online-Zeitalter!, BB 2006, 1009; *Noack*, Das EHUG ist beschlossen – elektronische Handels- und Unternehmensregister ab 2007, NZG 2006, 801; *Schmidt*, Digitalisierung der Registerführung und Neuregelung der Unternehmenspublizität: Was bringt das EHUG?, DStR 2006, 2272; *Seibert/Decker*, Das Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) – Der „Big Bang“ im Recht der Unternehmenspublizität, DB 2006, 2446.

³ RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 73 f.

⁴ Diske TUG vom 3.5.2006 (unveröffentlicht).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Meldungen viel rascher vom Markt berücksichtigt wurden¹. Jetzt schreibt die WpAIV eine Weitergabe an solche Medien vor, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass sie die Information in der gesamten Europäischen Union und in den übrigen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum verbreiten. Der Dornröschenschlaf gemeldeter Directors' Dealings dürfte damit der Vergangenheit angehören.

- 6 Die bereits im Regierungsentwurf² enthaltenen Änderungen passierten das Gesetzgebungsverfahren ohne inhaltliche Änderung³.
- 7 Durch das **Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz**⁴ wurde Absatz 1 Satz 3 Nr. 2 neu gefasst. Es wird klargestellt, dass Meldungen gegenüber der Bundesanstalt nur dann zu erfolgen haben, wenn ein Inlandsbezug durch den inländischen Sitz des Emittenten oder die Tatsache gegeben ist, dass im EU- und EWR-Raum kein Sitz besteht, Deutschland aber Herkunftsstaat im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes für die Aktien ist. Diese Auslegung entsprach bereits der Verwaltungspraxis der BaFin und war von Art. 6 Abs. 1 Satz 2 bis 4 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG gefordert. Damit reagierte der Gesetzgeber dann doch noch auf die Kritik des Handelsrechtsausschusses des DAV (s. oben Rz. 5).
- 8 Die bereits im Regierungsentwurf⁵ enthaltene Änderung passierte das Gesetzgebungsverfahren ohne inhaltliche Modifikationen.

II. Regelungsgegenstand und Bedeutung

1. Inhalt der Regelung

- 9 Die Vorschrift verpflichtet Personen, die bei einem Emittenten von börsennotierten Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen, eigene Geschäfte in diesen Aktien oder in darauf bezogenen Finanzinstrumenten dem Emittenten und der BaFin innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen. Die Mitteilungspflicht trifft außerdem in enger Beziehung zur Person mit Führungsaufgaben stehende Personen. Hierunter sind bestimmte Angehörige sowie juristische Personen zu verstehen, bei denen die Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörige Führungsaufgaben wahrnehmen. Schließlich sind alle juristischen Personen, Gesellschaften und Einrichtungen mitteilungspflichtig, die direkt oder indirekt von einer Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörigen kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen. Im angelsächsischen Sprachgebrauch hat sich für derartige Geschäfte der Begriff der **Directors' Dealings** eingebürgert, der sich mittlerweile auch in Deutschland durchgesetzt hat. Die Mitteilung erfolgt an den Emittenten und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Emittent ist seinerseits verpflichtet, die mitgeteilten Geschäfte unverzüglich zu veröffentlichen und dem Unternehmensregister mitzuteilen. Für die Anwendung der Norm durch die Praxis er-

¹ Statt vieler *Rau*, Directors' Dealings, S. 3, 224, 227.

² RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 9.

³ Es erfolgte lediglich eine sprachliche Glättung bei § 13 WpAIV, vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 16/3644, S. 43.

⁴ Art. 1 Nr. 12 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.7.2007, BGBl. I 2007, 1330.

⁵ RegE FRUG, BR-Drucks. 833/06, S. 17 f., 143.

weist sich der 2005 von der BaFin erstmals veröffentlichte und 2009 aktualisierte **Emittentenleitfaden** als nützlich¹. Bei ihm handelt es sich um eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift, die keine Bindungswirkung entfaltet², der Praxis aber verdeutlicht, wie die BaFin die gesetzlichen Vorgaben versteht und anwendet.

2. Ziele der Regelung

Ziel der Vorschrift ist die Verbesserung der Kapitalmarktpublizität. Im Einzelnen werden ihr folgende Wirkungen zugeschrieben:

- Bezweckt ist zunächst eine Erhöhung der **Markttransparenz**³ und damit der Informationseffizienz der Kapitalmärkte⁴. Die Norm erstreckt die Angabepflicht über den Anteilsbesitz von Organmitgliedern, die zuvor nur im Rahmen der Primärmarktpublizität galt (§ 28 Abs. 2 Nr. 4 BörsZulV a.F.; jetzt VO 809/2004/EG Anhang I Ziff. 17.2, dazu unten Rz. 148), auf den Sekundärmarkt⁵ und ergänzt die sonstigen Publizitätsvorschriften, insbesondere die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG.
- Die Anleger sollen darüber informiert werden, wenn die Personen mit Führungsaufgaben sich von Aktien oder darauf bezogenen Finanzinstrumenten „ihres“ Unternehmens trennen oder wenn sie solche Papiere erwerben. Diese Personen haben im Regelfall einen Wissensvorsprung über die Verhältnisse des Emittenten. Ihre Geschäfte in Wertpapieren des Emittenten erlauben Rückschlüsse auf die gegenwärtige oder künftige Unternehmensentwicklung und entfalten daher eine **Indikatorwirkung**⁶ für das breite Publikum (**informierte Transaktionsentscheidung**⁷). Empirische Untersuchungen aus den USA⁸, Kanada⁹, Großbritannien¹⁰,

1 Zum Leitfaden und seiner Aktualisierung s. *Claussen/Florian*, AG 2005, 745 ff.; *Krämer/Heinrich*, ZIP 2009, 1737 ff.; *Bedkowski*, BB 2009, 394 ff.; *Burg/Marx*, AG 2009, 487 ff.

2 BGH v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, AG 2008, 380 (382).

3 Erwägungsgrund Nr. 7 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 73 ff.

4 Grundlegend *Fama*, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance* 25 (1970), 383 ff.; *Fama*, *Efficient Capital Markets: II*, *Journal of Finance* 46 (1991), 1575 ff.; s. auch *Fleischer*, NJW 2002, 2977 (2978); *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1218); *Rau*, *Directors' Dealings*, S. 54 ff.

5 *Fleischer*, NZG 2006, 561 (564).

6 Begr. DiskE des 4. FFG, ZBB 2001, 398, 425, und Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87; zustimmend *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1818); *Fleischer*, NZG 2006, 561 (565); *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 65 ff.; *Pfüller*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, *Kapitalmarktinformation*, § 22 Rz. 6.

7 Erwägungsgrund Nr. 26 der Marktmissbrauchsrichtlinie; *Sethe*, in: *Assmann/Schütze*, *Kapitalanlagerecht*, § 12 Rz. 148.

8 Vgl. *Jaffe*, *Journal of Business* 47 (1974), 410 ff.; *Finnerty*, *Journal of Finance* 31 (1976), 1141 ff.; *Seyhun*, *Journal of Financial Economics* 16 (1986), 189 ff.; *Benesh/Pari*, *The Financial Review* 22 (1987), 145 ff.; *Madden*, *The Financial Review* 14 (1979), 27 (34); *Rozeff/Zaman*, *Journal of Business* 61 (1988), 25 (39); *Rozeff/Zaman*, *Journal of Finance* 53 (1997), 701 ff.; *Bettis/Vickrey/Vickrey*, *Financial Analysts Journal* 53, 5 (1997), 57 ff.; *Jeng/Metrick/Zeckhauser*, *Review of Economics & Statistics* 85 (2003), 543 ff.; *Fleischer*, *Gutachten* zum 64. DJT, 2002, S. F 123; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220 m.w.N.); *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1925 Fn. 22); s. auch *Riedl/Marten*, DBW 2010, 553 (555 f.). Die Untersuchung von *Rau*, *Directors' Dealings*, S. 84 ff., beurteilt diese Studien eher kritisch.

9 *Lee/Bishara*, *The Financial Review* 24 (1989), 235 ff.; *Rau*, *Directors' Dealings*, S. 106 f.

10 *King/Roell*, *Economic Policy* 1988, 165 ff.; *Pope/Morris/Peel*, *Journal of Business Finance & Accounting* 17 (1990), 359 ff.; *Gregory/Matatko/Tonks*, *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (1997), 309 ff.; *Friederich/Gregory/Matatko/Tonks*, *European Financial Ma-*

Italien, den Niederlanden und Deutschland¹ zeigen, dass Unternehmensinsider bei Geschäften mit Aktien ihres Unternehmens überdurchschnittlich erfolgreich sind. Einige, aber nicht alle Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass auch Outsider, die in ihren Anlageentscheidungen Directors' Dealings nachbilden, überdurchschnittlich erfolgreich sind. Dabei sind vor allem die Kaufentschlüsse von Unternehmensinsidern nachahmenswert², während die Verkaufsentschlüsse oft auf nicht unternehmensbezogenen Motiven beruhen und aus ihnen daher seltener Rückschlüsse auf das Unternehmen gezogen werden können. Dennoch lohnt auch die Nachahmung der Verkaufsentscheidungen, die hilft, größere Verluste zu vermeiden³. Auch zeigt sich bei kleineren und mittleren Unternehmen eine deutlichere Überrendite als bei Großunternehmen; die Überrendite ist zudem bei Gesellschaften mit hohem Streubesitz der Aktien größer⁴. Die Nachbildung der Geschäfte von Vorständen lassen deutlich höhere Renditen erwarten als die von Aufsichtsratsmitgliedern⁵. Geschäfte von juristischen Personen, die im Besitz oder in Abhängigkeit von einer Führungsperson stehen⁶, entfalten ebenfalls eine Indikatorwirkung, während dies nicht für Geschäfte von Angehörigen der Führungsperson gilt⁷. Angesichts der mit Directors' Dealings verbundenen Indikatorwirkung verwundert es nicht, dass auch hierzulande dem Kauf- und Verkaufsverhalten der Personen mit Führungsaufgaben besondere Aufmerksamkeit zuteil wird⁸. Die Regelung des § 15a WpHG ist insofern unvollständig, als der Anleger nicht erfährt, in welchem Umfang die Unternehmensleitung Anteile besitzt (s. unten Rz. 43, 102), denn nur Bewegungen im Anteilsbesitz sind meldepflichtig. Die deshalb bestehende Lücke im Hinblick auf die Markttransparenz ist jedoch nicht allzu groß, da § 15a WpHG im Zusammenspiel mit anderen Publizitätsvorschriften (dazu unten Rz. 145 ff.) zu sehen ist. Die Indikatorwirkung von Di-

nagement 8 (2002), 7 ff.; *Hillier/Marshall*, Journal of Business Finance & Accounting 29 (2002), 77 ff.; *Rau*, Directors' Dealings, S. 102 ff.

- 1 *Ams*, Directors' Dealings, S. 85 ff.; *Bajo/Petracci*, Studies in Economics and Finance 23 (2006), 94 ff.; *Deutsche Bank*, Directors' Dealings in Europe, S. 19 ff.; *Heidorn/Meyer/Pietrowia*, S. 15 ff.; *Hower-Knobloch*, S. 108 f.; *Rau*, Die Unternehmung 2003, 393 ff.; *Rau*, Directors' Dealings, S. 221; *Riedl*, Transparenz, S. 193; *Riedl/Marten*, DBW 2010, 553 (556); *Tebroke/Wollin*, Die Unternehmung 2005, 31 ff. Zurückhaltender *Dymke*, Finanz-Betrieb 2007, 450 (458 ff.). S. auch *Pavlova*, S. 131.
- 2 *Tebroke/Wollin*, Die Unternehmung 2005, 31 (49); *Rau*, Directors' Dealings, S. 221 f. (jeweils für Deutschland); *Bettis/Vickrey/Vickrey*, Financial Analysts Journal 53, 5 (1997), 57 ff.; *Heidorn/Meyer/Pietrowia*, S. 25 (für Deutschland und die Niederlande, während das Ergebnis von Italien eher bei Verkäufen eine Nachahmung empfehlenswert erscheinen lässt).
- 3 *Rau*, Directors' Dealings, S. 222.
- 4 *Tebroke/Wollin*, Die Unternehmung 2005, 31 (49 f.); *Rau*, Directors' Dealings, S. 222 f.; *Riedl*, Transparenz, S. 194, 221 f.; s. auch *Ams*, Directors' Dealings, S. 108 ff.
- 5 *Rau*, Directors' Dealings, S. 223; anders die Feststellungen von *Riedl*, Transparenz, S. 233 f.
- 6 *Riedl*, Transparenz, S. 234.
- 7 *Riedl*, Transparenz, S. 235.
- 8 *Riedl*, Transparenz, S. 236. Die BaFin stellt ein reges Interesse an der von ihr errichteten und im Internet zur Verfügung gestellten Datenbank zu Directors' Dealings fest, vgl. Jahresbericht der BaFin 2003, S. 196. Es gibt erste Fonds, die ihre Anlagestrategie nach den gemeldeten Directors' Dealings ausrichten, *Rau*, Directors' Dealings, S. 2 m.w.N. Die Seite Handelsblatt.com veröffentlicht seit August 2007 14tägig Aktientipps, die aus gemeldeten Directors' Dealings gewonnen werden, www.handelsblatt.com/insider. Die Nachahmung dieser Tipps bringt jedoch keine Überrenditen mit sich, da der Markt die Information bereits bei der Erstveröffentlichung der Directors' Dealings eingepreist hat, vgl. *Riedl*, Finanz-Betrieb 2009, 506 (509 ff.).

rectors' Dealings birgt aber auch **Gefahren** für den Anleger. Beruhen die von der Person mit Führungsaufgaben vorgenommenen Transaktionen auf Motiven, die mit der Entwicklung des Emittenten in keinem Zusammenhang stehen (etwa der Beseitigung eines Liquiditätsengpasses zur Begleichung privater Steuerschulden), kann das Publikum zu Fehlschlüssen verleitet werden¹. Die Meldepflicht kann von der Unternehmensleitung sogar bewusst ausgenutzt werden, um über private Aktienkäufe Vertrauen in ein Unternehmen zu signalisieren, das keines Vertrauens mehr würdig ist².

- Die Meldepflicht der Personen mit Führungsaufgaben bewirkt, dass das breite Anlegerpublikum an deren Wissensvorsprung über die Verhältnisse des Emittenten zumindest indirekt teilhat. Damit wohnt der Bestimmung ein Element der **Anlegergleichbehandlung** inne³. Innerhalb ihres Anwendungsbereichs geht sie über die Wirkung des Insiderhandelsverbots und der Ad-hoc-Publizität hinaus, da sie auch Fälle erfasst, in denen die Erheblichkeitsschwelle des § 13 Abs. 1 WpHG nicht erreicht ist. Eine umfassende Anlegergleichbehandlung wird durch § 15a WpHG allerdings nicht verwirklicht. Denn dem Publikum ist nicht der ggf. vorhandene Wissensvorsprung oder die Einschätzung der Person mit Führungsaufgaben von der Zukunft des Unternehmens mitzuteilen (es sei denn, die Voraussetzungen des § 15 WpHG lägen vor), sondern nur die (vermutete) Reaktion der Personen mit Führungsaufgaben hierauf. Die Vorteile, die Personen mit Führungsaufgaben aus einem solchen Wissensvorsprung zufließen, werden damit (zumindest teilweise) eingeebnet⁴. Allerdings führt die Meldefrist von fünf Tagen dazu, dass eventuelle Informationsvorsprünge oftmals schon wieder überholt sind (s. unten Rz. 105)⁵. 13
- Die Vorschrift soll mittelbar der Prävention des Insiderhandels und der Marktmanipulation dienen⁶ und damit die **Marktintegrität** erhalten, denn sie erhöhe das Entdeckungsrisiko. Diese Vorstellung des Gesetzgebers und der Bundesanstalt mutet auf den ersten Blick etwas naiv an. Eine Person mit Führungsaufgaben, die einen vorsätzlichen Insiderverstoß begeht oder begehen will, wird sich schwerlich an die mit einem bloßen Bußgeld bewehrte Vorschrift des § 15a WpHG halten, die zudem als mitbestrafte Nachtat gelten dürfte. Entscheidend ist vielmehr ein ande- 14

1 Kritisch deshalb auch *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (475).

2 Vgl. die bei *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220), beschriebenen Fälle „Intershop“ und „Comroad“.

3 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 72 f.; *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 148.

4 Eine Pflicht zur Abführung der erzielten Gewinne kennt das deutsche Recht nicht, vgl. unten Rz. 98, 144.

5 *Howe-Knobloch*, S. 185 f. Kritisch zur teilweise laxen Meldepraxis der Betroffenen daher auch *Betzer/Theissen*, Delays in Trade Reporting by Corporate Insiders, 2008, <http://ssrn.com/abstract=966339>.

6 Erwägungsgrund Nr. 26 der Marktmissbrauchsrichtlinie, Erwägungsgrund Nr. 7 der Durchführungrichtlinie 2004/72/EG. Auch die BaFin begreift § 15a WpHG als Maßnahme zur Prävention von Insiderhandel, vgl. Rundschreiben der BaFin vom 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002. Hiervon scheint auch der Gesetzgeber, BR-Drucks. 936/01 (neu), S. 245, ausgegangen zu sein, da er bei der Beschreibung des persönlichen Anwendungsbereichs der Vorschrift den Begriff „Primärinsider“ verwendet. Präziser formulieren *Fürhoff/Schuster*, BKR 2003, 134 (135 f.), wonach regelmäßige Meldungen über Directors' Dealings zumindest den Anschein des verbotenen Insiderhandels vermeiden. Zur Vorbeugefunktion s. auch *Fleischer*, NJW 2002, 2977 (2978); *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220); *Fleischer*, NZG 2006, 561 (565); *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 61 ff.; *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 f.; *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 148; *Villeda*, S. 294.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

rer Gedanke. Melden einige Personen mit Führungsaufgaben Wertpapiergeschäfte, kann die Bundesanstalt gezielt untersuchen, ob auch andere Personen mit Führungsaufgaben solche Geschäfte getätigt haben und ob diese Geschäfte im Zusammenhang mit dem Wissen über Insiderinformationen stehen. § 15a WpHG entfaltet seine präventive Wirkung daher allenfalls durch die Ungewissheit jeder Person mit Führungsaufgaben über das Verhalten der übrigen Personen mit Führungsaufgaben. Ein Insider kann nur dann hoffen, beim Insiderhandel unentdeckt zu bleiben, wenn er sicher ist, als Einzige der Führungspersönlichkeiten Kenntnis einer bestimmten Tatsache zu haben, oder wenn alle Personen mit Führungsaufgaben beim Insiderhandel einvernehmlich zusammenwirken¹. Dieser Abschreckungseffekt wird aber zu Recht als gering eingestuft².

- 15 – Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht gemäß § 15a WpHG soll nach der Vorstellung der Bundesanstalt³ auch die **Identifikation mit dem Unternehmen** fördern. Ob § 15a WpHG diese Funktion tatsächlich zukommt, muss bezweifelt werden. Ein Vorstand wird kaum deshalb Aktien erwerben, weil er weiß, dass dieser Kauf bekannt gemacht wird und seine Verbundenheit mit dem Emittenten belegt⁴. Umgekehrt wird eine verkaufswillige Person mit Führungsaufgaben nicht unbedingt nur deshalb vom Verkauf absehen, weil dies publik wird. Nur falls die Person mit Führungsaufgaben durch eine Lock-Up-Vereinbarung gebunden ist, die kraft Abrede⁵ sanktionsbewehrt ist, wird die Meldepflicht nach § 15a WpHG zur Einhaltung der Lock-Up-Vereinbarung beitragen.

3. Alternativen und Reformvorschläge

a) Handelsverbot

- 16 Die erstmalige Einführung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht gemäß § 15a WpHG war eine Reaktion auf die skandalösen Vorgänge am Neuen Markt in

1 Unmittelbarer ist der Zusammenhang von Directors' Dealings und Insiderprävention in den USA. Um jeden Anreiz zu Insiderhandel zu unterbinden, müssen Organmitglieder/Aktionäre mit bedeutender Beteiligung, die innerhalb der letzten sechs Monate sowohl Käufe als auch Verkäufe in Aktien des Emittenten getätigt haben, evtl. Gewinne an die Gesellschaft abführen (s. 16b SEA – so genannte Short Swing Profit Rule). Den Anspruch kann der Emittent oder ein Aktionär durchsetzen. Um die Anspruchsberechtigung überhaupt erkennen zu können, sind der Emittent und die Aktionäre auf die Meldepflicht der Directors' Dealings nach s. 16a SEA angewiesen. Die Wirksamkeit der Short Swing Profit Rule ist empirisch nicht eindeutig nachweisbar, *Agrawal/Jaffe*, Journal of Financial Economics 39 (1995), 295 ff. Positiver dagegen *Veil*, ZGR 2005, 155 (176) („geeignet, verhaltenssteuernd zu wirken“).

2 *Hower-Knobloch*, S. 170, unter Hinweis auf spieltheoretische Überlegungen; ebenso *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 28; anders die Einschätzung von *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 11, die aber die abschreckende Wirkung des Insiderhandelsverbots mit der der Regelung zu den Directors' Dealings vermischen.

3 Rundschreiben der BaFin vom 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002. Das Rundschreiben scheint missverständlich formuliert zu sein. Die Identifikation mit dem Emittenten wird nicht durch die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht erreicht, sondern über Aktionsprogramme, vgl. Rz. 16.

4 Wenn man einmal von den bei *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220), beschriebenen Missbrauchsfällen „Intershop“ und „Comroad“ absieht.

5 Die Publizität derartiger Vereinbarungen wird durch § 7 WpPG i.V.m. Anhang III Nr. 7, Anhang X Nr. 27.14 der VO EG Nr. 809/2004 vom 29.4.2004, ABl. EU Nr. L 215 v. 16.6.2004, S. 61, sichergestellt. Lock-up-Vereinbarungen werden des Öfteren gebrochen, LG Frankfurt v. 17.1.2003 – 3-07 O 26/01, ZIP 2003, 400; *Veil*, ZGR 2005, 155 (159 m.w.N.).

den Jahren 2000 bis 2002¹. Sie entsprach und entspricht internationalen Standards (dazu sogleich Rz. 22), was im Zuge der Globalisierung der Märkte als solches schon als ein Grund für die Übernahme der Regelung gilt². Die Alternative zu einer Mitteilungspflicht über erfolgte Directors' Dealings („post-trading disclosure“) wäre ein völliges Verbot des Handels von Personen mit Führungsaufgaben in Aktien „ihres“ Unternehmens oder die Einschränkung auf bestimmte zeitlich festgelegte „Handelsfenster“³ gewesen. Gegen ein absolutes Handelsverbot spricht der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz⁴. Der damit verbundene Eingriff in die Privatsphäre der Personen mit Führungsaufgaben wäre zu groß. Außerdem ist eine Beteiligung der Führungspersonen am Emittenten oft gerade gewünscht, um eine Identifikation mit dem Unternehmen zu erreichen⁵. Diesem Ziel dienen Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte. Gegen ein zeitlich befristetes Handelsverbot spricht, dass dieses den Insiderhandel nicht wirksam bekämpft⁶. Aus diesem Grund war auch die Übertragung der Aktien auf einen unabhängigen Vermögensverwalter oder Compliance-Beauftragten vorgeschlagen worden⁷. Der damit verbundene Aufwand ist groß. Zudem vernachlässigt eine solche Lösung gerade die mit Directors' Dealings verbundene Indikatorfunktion für das breite Publikum.

b) Pre-trading disclosure

Diskutiert wurde weiterhin eine Verpflichtung zur Offenlegung beabsichtigter Directors' Dealings („pre-trading disclosure“)⁸. Auch diese Alternative überzeugt nicht. 17

1 Vgl. zu den Fällen „Intershop“ und „Comroad“ etwa *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220).

2 Ebenso *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (475). Allerdings entbindet der Hinweis auf internationale Standards nicht von einer eigenen Überprüfung der Regelungsmaterie auf ihre Sinnhaftigkeit (ebenso *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817) und von einer Einbeziehung der Erfahrungen anderer Nationen mit der Regelung. Ohne eine solche solide Überprüfung führt das Argument der Notwendigkeit einer Standardisierung der Marktbedingungen zu einer Zementierung schlechter Regelungen. In Anlehnung an den viel zitierten Begriff des „markets for lemons“ (*Akerlof*, 84 Quarterly Journal of Economics [1970], 488 ff.) käme es zu einem „market of lemmings“. Kritisch zu § 15a WpHG auch *Hower-Knobloch*, S. 144, 170, 183 ff.

3 Für eine solche Lösung etwa *Baums*, Anlegerschutz und Neuer Markt, ZHR 166 (2002), 375 (379); *DAI*, Stellungnahme zum 4. FFG, September 2001; *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 52 f., 60 f.; *Großmann/Nikoleyczik*, DB 2002, 2031 (2033); *Grundsatzkommission Corporate Governance*, Corporate Governance-Grundsätze („Code of Best Practice“) für börsennotierte Gesellschaften vom Juli 2001, II. 4. lit. h; von *Rosen*, Aktienoptionen für Führungskräfte und Insiderrecht, WM 1998, 1810; *Rudolph*, BB 2002, 1036 (1040); *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (211) (sofern der Emittent selbst darüber entscheiden darf).

4 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 26. Zu den Vorteilen des Transparenzmodells gegenüber einem Verbotsmodell *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes, 2002, S. 323 ff.

5 So auch die Begr. Diske, ZBB 2001, 398, 425, und Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87 f.; *Riedl/Marten*, DBW 2010, 553. Auf diesen Aspekt scheint die BaFin offenbar in ihrem – dann aber recht missverständlich formulierten – Rundschreiben anzuspielen, vgl. oben Rz. 15.

6 *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 54.

7 *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 54 f.

8 Befürwortend etwa Stellungnahme des Bundesrats, BT-Drucks. 14/8017, S. 165; *Fried*, Reducing the Profitability of Insider Trading through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. (1998), 303; *Großmann/Nikoleyczik*, DB 2002, 2031 (2033); *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 1. Aufl., Rz. 10.110; *Rudolph*, BB 2002, 1036 (1040); *Strenger*, in: Achleitner/Bassen (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt, 2001, S. 625, 629; a.A. *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 26; *Posegga*, BKR 2002, 1061 f.; *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Zum einen wäre das Vorstandsmitglied, das Geschäfte in Aktien des Emittenten plant, nach Ankündigung der geplanten Geschäfte nicht verpflichtet, diese dann auch tatsächlich vorzunehmen. Marktmanipulationen, die gerade vermieden werden sollen, wären Tür und Tor geöffnet. Zum anderen wäre eine pre-trading disclosure unverhältnismäßig. Der Kurs der Aktien würde durch die Ankündigung der geplanten Directors' Dealings sofort beeinflusst, so dass das Vorstandsmitglied stets einen schlechteren Preis bekommt als vor der Ankündigung: Bei einem angekündigten Verkauf würde der Kurs voraussichtlich sinken und der Vorstand würde weniger für seine Aktien Erlösen. Beim angekündigten Kauf würde die Person mit Führungsaufgaben auf Grund der Ankündigung voraussichtlich einen höheren Preis zu zahlen haben. Der Vorteil der anderen Marktteilnehmer wäre demgegenüber nicht allzu groß, da die Information bei der pre-trading disclosure nur unwesentlich früher an den Markt gelangt als bei der post-trading disclosure. Die Personen mit Führungsaufgaben könnten auf Grund der damit einhergehenden Schlechterstellung am Markt von Aktiengeschäften abgehalten werden. Der mit § 15a WpHG verfolgte Zweck der Bekanntmachung von Informationen mit Indikatorwirkung wäre vereitelt. Im Ergebnis würde eine pre-trading disclosure auch die mit Aktienoptionsprogrammen verfolgte Bindung der Führungsebene an „ihr“ Unternehmen konterkarieren¹.

c) Weitere Reformvorschläge

- 18 Eine umfangreiche rechtsvergleichende Untersuchung² kommt zu dem Ergebnis, dass die Regelung des § 15a WpHG im Grundsatz richtlinienkonform und auch sachgerecht ist. Es werden zahlreiche Detailvorschläge gemacht, um den sachlichen und persönlichen Anwendungsbereich der Vorschrift zu präzisieren und Randunschärfen bei der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie zu beheben. Nach Ansicht des Verfassers sind diese Vorschläge notwendig, weil eine richtlinienkonforme Auslegung des Tatbestands am Analogieverbot scheitere. Dieser Ansatz übersieht die Möglichkeit der gespaltenen Auslegung, worauf im jeweiligen Zusammenhang noch zurückzukommen sein wird (s. vor allem unten Rz. 29). Im Ergebnis sollte jedoch die geforderte Klarstellung in den Vorschriften erfolgen, denn für sie spricht auf jeden Fall der Aspekt der Rechtssicherheit. Zudem besteht bei der gespaltenen Auslegung keine Möglichkeit, ein Bußgeld zu verhängen, so dass eine effektive Sanktionsdrohung fehlt. Weiterhin wird befürwortet, dass die Emittenten im Rahmen der Regelpublizität und die BaFin über ihre Homepage verpflichtet werden sollen, Verstöße gegen § 15a WpHG zu veröffentlichen und Namen zu nennen. Zu weiteren Reformüberlegungen s. unten Rz. 98, 144.

(210 f.); *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1927). Zur rechtspolitischen Fragestellung ausführlich auch *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1227 f.); *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 124 f.

1 Eine solche Bindung empfiehlt das Deutsche Aktieninstitut den Emittenten, *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 60 f.; *Leven*, Directors' Dealings: Zur Umsetzung der neuen Meldepflichten, AG 2003, R 52. Weitergehend offenbar Teilnehmer der ZHR-Tagung, die meinten, auch die post-trading disclosure führe dazu, dass Vorstände keine Aktiengeschäfte mehr tätigten oder die Emittenten dies verböten, vgl. *Bitter*, Diskussionsbericht – Symposium zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 167 (2003), 216 (221).

2 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 535 ff.

4. Tatsächliche Bedeutung der Regelung

Die Zahl der Meldungen ist zunächst stark angestiegen und pendelt sich jetzt auf einem recht hohen Niveau ein. Die Zahl der Bußgeldverfahren ist vergleichsweise gering und nimmt kontinuierlich ab. Gemessen an der Zahl der gemeldeten Directors' Dealings ist die Zahl der Bußgeldverfahren und verhängten Bußgelder gering. Die Jahresberichte der BaFin¹ nennen folgende Zahlen:

Jahr	Meldungen	Bußgeldverfahren					
		neu eröffnet	vom Vorjahr	Gesamt	eingestellt	Buße verhängt	offen am Jahresende
ab 7/2002	1067	3	0	3	0	0	3
2003	1980	112	3	115	4	4 (bis 20000 Euro)	107
2004	2723	61	107	168	7	9 (bis 14000 Euro)	152
2005	5118	2	152	154	59	3 (bis 7500 Euro)	92
2006	4687	11	92	103	71	8 (bis 5000 Euro)	24
2007	4603	5	24	29	10	10 (bis 37500 Euro)	9
2008	4978	7	9	16	5	2 (bis 10000 Euro)	9
2009	2673	4	9	13	1 (Freispruch)	1 (2000 Euro)	11
2010	2258	3	11	14	3	1 (4000 Euro)	10

III. Regelungsvorbilder

Die Vorschrift ist **ohne Vorbild im deutschen Aufsichtsrecht**. Zuvor existierte nur eine privatrechtliche² Verpflichtung zur Meldung von Directors' Dealings im Regelwerk Neuer Markt. Dieses verpflichtete in Abschnitt 2 Nr. 7.2³ den Emittenten, der Deutschen Börse AG jedes Geschäft mitzuteilen, das der Emittent und seine Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in Aktien des Unternehmens und entsprechenden Derivaten getätigt hatten. Die Meldungen, die unverzüglich, spätestens aber innerhalb von drei Tagen, zu erfolgen hatten, wurden börsentäglich auf der Internetseite der Deutschen Börse veröffentlicht.

1 BaFin, Jahresbericht 2002, S. 165; Jahresbericht 2003, S. 196 (hier muss es sich bei der Zahl der eröffneten Verfahren um einen Tippfehler handeln; statt 103 müsste es 112 heißen); Jahresbericht 2004, S. 198; Jahresbericht 2005, S. 168; Jahresbericht 2006, S. 177 f.; Jahresbericht 2007, S. 186 f.; Jahresbericht 2008, S. 167; Jahresbericht 2009, S. 192; Jahresbericht 2010, S. 208.

2 Zur privatrechtlichen Rechtsnatur des Regelwerks des Neuen Markts LG Frankfurt/M. v. 16.8.2001 – 3-13 O 110/01, BB 2001, 1969 (1971) = AG 2002, 53; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 1. Aufl., Rz. 3.64.

3 Regelwerk des Neuen Markts vom 10.3.1997, geändert zum 1.3.2001, vgl. *Deutsche Börse AG*, ZBB 2001, 60 ff. Der Neue Markt wurde am 5.6.2003 geschlossen, nachdem zuvor alle dort notierten Unternehmen in die neuen Marktsegmente Prime Standard und General Standard gewechselt hatten, vgl. Pressemitteilung der Deutschen Börse AG vom 3.6.2003, www.deutsche-boerse.com (abgerufen am 15.8.2011).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

- 21 Die Regierungskommission Corporate Governance begrüßte diese Regelung und befürwortete in ihrem Abschlussbericht vom Juli 2001 deren Ausdehnung auf alle börsennotierten Gesellschaften¹. Vor dem Hintergrund des damals schon bestehenden Plans, eine Regelung der Directors' Dealings im Wertpapierhandelsgesetz zu verankern, verzichtete man auf konkrete Vorschläge an den Gesetzgeber (zum zwischenzeitlich ergangenen Deutschen Corporate Governance Kodex s. unten Rz. 154 ff.). Die mit dem Diskussionsentwurf des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes vorgelegte Regelung der Directors' Dealings war auch Gegenstand der Diskussionen auf dem 64. Deutschen Juristentag im September 2002 in Berlin².
- 22 Bei der Schaffung der Norm konnte sich der Gesetzgeber an zahlreichen **ausländischen Vorbildern** orientieren³. Archetypus einer Meldepflicht für Directors' Dealings ist s. 16(a) des US-amerikanischen Securities Exchange Act 1934⁴, der durch s. 403 des Sarbanes-Oxley Act 2002⁵ noch verschärft wurde⁶. S. 16(b) sieht zudem eine Abführungspflicht für alle innerhalb von sechs Monaten erzielten Spekulationsgewinne vor („Short Swing Profit Rule“)⁷. In Großbritannien war die Regelung der Directors' Dealings gesellschaftsrechtlich verankert (s. 324 Companies Act 1985, ergänzt durch die ss. 325–329 und schedule 13)⁸ und erfasste gleichermaßen börsennotierte und nicht notierte Gesellschaften; dies schmälerte jedoch die kapitalmarktrechtliche Bedeutung der ss. 324 et seq. nicht. Denn börsennotierte Gesellschaften waren nach s. 329 verpflichtet, die Meldungen an die Börse weiterzuleiten. Ergänzt und verstärkt wurde diese Verpflichtung durch No. 16.13 der Listing Rules der Financial Services Authority⁹ und durch die Regelungen des Model Code, die börsenzugelassene Gesellschaften als Satzungsbestandteil beschließen mussten¹⁰. Eine frühe Regelung der Directors' Dealings fand sich zudem in Spanien, das bereits in den Jah-

1 Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drucks. 14/7515, S. 116 = Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz. 261 f.

2 Fleischer, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 122 ff.

3 Begr. DiskE, ZBB 2001, 398 (425), sowie Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 88.

4 Zur Entstehungsgeschichte der Vorschrift und ihrer Regelungsphilosophie Taylor, 39 Ariz. L. Rev. (1997), 1315 (1319 f.); Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1221 f.).

5 Federal Securities Law Reporter, Vol. 4, loose leaf, para. 26.001. Aus dem deutschen Schrifttum zum Sarbanes-Oxley Act 2002 Henssler, Der Einfluss des Sarbanes-Oxley Acts auf die Fortentwicklung des deutschen Gesellschaftsrechts, Der Konzern 2003, 255; Atkins, Der Sarbanes-Oxley Act: Zielsetzungen, Inhalt und Implementierungsstand, Der Konzern 2003, 260; Kley, Neue Corporate Governance Regeln in den USA und Europa – Mehr Probleme als Lösungen?, Der Konzern 2003, 264; Stinner, Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act im Ausland, Der Konzern 2003, 268; Lehne, Stand der europäischen Corporate Governance-Entwicklung, Der Konzern 2003, 272 (274 f.); Gordon, The Conference on New Corporate Governance Regulators in the USA and Europe, Der Konzern 2003, 275; Gruson/Kubicek, Der Sarbanes-Oxley-Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht, AG 2003, 337 (I), 393 (II). De Espinosa Abarca, The Need For Substantive Regulation on Investor Protection and Corporate Governance in Europe: Does Europe Need A Sarbanes-Oxley?, Journal of International Banking Law and Regulation, 19 (2004), 419 ff., befürwortet den Erlass vergleichbarer Regelungen innerhalb der EU.

6 Die alte und die neue Fassung von s. 16 SEA findet sich bei Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, Anlage 8.

7 Zur rechtspolitischen Frage der Einführung einer solchen Pflicht ins deutsche Recht Veil, ZGR 2005, 155 (171 ff.).

8 Zu Einzelheiten s. Palmer's Company Law, ed. by Morse, loose leaf, para. 8.703 ff.; Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1221 ff. m.w.N.). Inzwischen findet sich die Regelung im Kapitalmarktrecht, vgl. sec. 73A(3) und 96A(1) Financial Services and Markets Act 2000.

9 <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/chapt16-3.pdf> (abgerufen am 26.8.2011).

10 Inzwischen erfolgte eine Neuregelung durch den Companies Act 2006, vgl. Osterloh, Directors' Dealings, S. 120.

ren 1988 und 1991 diese Frage regelte¹. Der Gesetzgeber hatte weiterhin die niederländische und italienische Regelung vor Augen². Schließlich ist auf den österreichischen § 91a BörseG hinzuweisen, der zum 1.5.2001 in Kraft trat³. Die Schweiz hat hingegen erst seit 1.7.2005 eine Regelung der sog. Management-Transaktionen⁴.

IV. Europarechtlicher Hintergrund

Eine im Ansatz gesellschaftsrechtliche Regelung der Directors' Dealings fand sich im geänderten Vorschlag der Verordnung über das **Statut für Europäische Aktiengesellschaften** vom 30.4.1975⁵. Nach dessen Art. 82 Abs. 1 sollten die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder einer Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE) sowie diejenigen Personen, die für deren Rechnungslegungskontrolle verantwortlich waren, verpflichtet sein, alle unmittelbar oder mittelbar gehaltenen eigenen Aktien und diejenigen ihrer Ehegatten und minderjährigen Kinder oder vorgeschobener Personen innerhalb von 20 Tagen in Namensaktien umzuwandeln oder bei einer Bank zu hinterlegen. Zudem war in Art. 82 Abs. 2 die unverzügliche Meldung an das Europäische Handelsregister vorgeschrieben. Zusätzlich sah Art. 82 Abs. 2 eine periodische Meldepflicht vor, wonach die erfassten Personen viermal jährlich Käufe und Verkäufe an das Handelsregister zu melden hatten. Art. 82 Abs. 5 sah schließlich eine Gewinnabschöpfungsregel vor. Jeder innerhalb von 6 Monaten ab Kauf oder Verkauf von Aktien der Gesellschaft entstandene Gewinn, den eine der in Art. 82 Abs. 1 erfassten Personen erzielte, stand der Gesellschaft zu und war an diese innerhalb von 8 Tagen abzuführen. Da sich die im Jahre 2001 verabschiedete Verordnung⁶ auf bloße Rahmenregelungen beschränkt, wurde auf eine Regelung der Directors' Dealings bei der SE letztlich verzichtet.

Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz reformierte Regelung des § 15a WpHG beruht auf Art. 6 Abs. 4 der **Marktmissbrauchsrichtlinie**⁷, die Marktintegrität durch Verhinderung von Marktmissbrauch (in Gestalt von Insidergeschäften und Marktmanipulationen) gewährleisten soll. Während der ursprüngliche Richtlini-

1 *Deutsche Bank*, Directors' Dealings in Europe, S. 13.

2 Begr. DiskE, ZBB 2001, 398 (425); Begr. RegE, BT-Drucks. 14/8017, S. 88.

3 Einzelheiten bei *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1223 f. m.w.N.).

4 Dazu etwa *Fritschi*, Die Offenlegung von Management-Transaktionen, 2011; von *Planta*, Meldung von Management-Transaktionen, in: FS Rolf H. Weber, 2011, S. 353 ff.

5 Abgedruckt in *Lutter*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 1984, S. 363, 385 f.

6 Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. EG Nr. L 294 v. 10.11.2001, S. 1.

7 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16; zu den Vorarbeiten etwa *Dier/Fürhoff*, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604; v. *Ilberg/Neises*, Die Richtlinienvorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik, WM 2002, 635 (643 ff.); *Seitz*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340 (342 f.); *Weber*, Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, EuZW 2002, 43; *Weber*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW 2004, 28 (30 f.). Aus englischer Perspektive, *Avgouleas*, Financial Market Regulation and the New Market Landscape: In Search of a New Regulatory Framework for Market Abuse, International and Comparative Corporate Law Journal 2 (2000), 89 ff., der vor allem den Aspekt der Selbstregulierung untersucht.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

envorschlag keine derartige Regelung vorsah¹, hat der Ausschuss für Wirtschaft und Währung vor dem Hintergrund der positiven US-amerikanischen Erfahrungen eine Regelung der Directors' Dealings in der Marktmissbrauchsrichtlinie empfohlen². Er stützte seinen Vorschlag auf folgende Gründe: (1) Eine derartige Regelung gewährleiste mehr Gerechtigkeit zwischen den Anlegern. (2) Sie begrenze Insidergeschäfte präventiv, da diese später zu melden seien. (3) Sie unterstütze die Anleger bei der Ermittlung des „wahren Preises“ eines Unternehmens am Markt, da US-amerikanischen Studien zufolge „Insider“ eine bessere Rendite erzielten als andere Anleger. (4) Bei der Regelung der Directors' Dealings handle es sich um einen zuverlässigen und wirksamen Mechanismus, der in den Vereinigten Staaten seit Jahrzehnten zur allgemeinen Zufriedenheit angewandt werde. (5) Die Regelung bringe schließlich Vorteile für die makrofinanzielle Stabilität mit sich, da „Insider“ verkauften, wenn die Kurse der Wertpapiere ein unrealistisch hohes Niveau erreichten, und kauften, wenn die Wertpapiere unterbewertet seien. Die Empfehlung des Ausschusses zur Regelung der Directors' Dealings wurde vom Europäischen Parlament in erster Lesung begrüßt³. Sie ging mit unwesentlichen sprachlichen Änderungen in Art. 6 Abs. 4 und 10, 5. Spiegelstrich des Gemeinsamen Standpunkts ein⁴. Dieser ordnet in seinem Erwägungsgrund Nr. 26 die Regelung als Maßnahme zur Verhinderung von Insiderhandel und zur Erhöhung der Markttransparenz für Anleger ein. Der Gemeinsame Standpunkt sah noch vor, dass die Mitteilungen über Directors' Dealings einzeln oder insgesamt erfolgen durften. In zweiter Lesung des Europäischen Parlaments vom 24.10.2002⁵ wurde die Regelung dahin gehend verschärft, dass Directors' Dealings stets einzeln zu melden seien (Änderungen Nrn. 1 und 4). Die Kommission akzeptierte diese Änderung⁶, und sie ging in die am 28.1.2003 verabschiedete Richtlinie ein.

- 25 Um die notwendige Flexibilität zur Anpassung der Richtlinie an künftige Entwicklungen sicherzustellen, legte Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie den Kreis der erfassten Personen, den Kreis der erfassten Transaktionen sowie die Modalitäten nicht abschließend fest, sondern überließ dies einer im Wege des Lamfalussy-Verfahrens erarbeiteten Durchführungsrichtlinie (Art. 6 Abs. 10, 5. Spiegelstrich, 17 Abs. 2). Die verschiedenen Regelungskomplexe der Marktmissbrauchsrichtlinie wurden getrennt behandelt. Für den hier interessierenden Komplex erteilte die Kommission dem Committee of European Securities Regulators (CESR) am 31.1.2003 ein Mandat, Vorschläge für Durchführungsmaßnahmen zur Marktmissbrauchsrichtlinie zu erarbeiten⁷, und benannte dabei u.a. das Thema der Directors' Dealings. CESR forderte

1 Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 30.5.2001, KOM (2001) 281 endg., – 2001/0118(COD), ABl. EG Nr. C 240 E v. 28.8.2001, S. 265.

2 Änderungsantrag Nr. 40 im Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung vom 27.2.2002 über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (KOM (2001) 281 – C5-0262/2001 – 2001/0118(COD)), S. 33 f.

3 Bericht A 5/2002/69 vom 14.3.2002.

4 Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 50/2002 vom Rat festgelegt am 19.7.2002, im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie 2002/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. C 228 E v. 25.9.2002, S. 19.

5 Bericht A5-0343/2002 vom 24.10.2002.

6 Stellungnahme der Kommission gemäß Art. 251 EG-Vertrag vom 11.12.2002, KOM (2002) 724 endg., – 2001/0118 (COD).

7 An Additional Mandate to CESR for Technical Advice on Possible Implementing Measures Concerning the Directive on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), MARKT/G2 D(2003) vom 31.1.2003.

daraufhin interessierte Parteien auf, konkrete Maßnahmenbereiche zu identifizieren¹. 20 Stellungnahmen gingen ein². Am 15.4.2003 leitete CESR einen Konsultationsprozess ein³. Eine öffentliche Anhörung fand am 12.5.2003 in Paris statt⁴. CESR veröffentlichte die eingegangenen Anregungen⁵ und seinen Abschlussbericht⁶ im August 2003. Dieser Bericht enthält in den Rz. 40–48 Vorschläge zum persönlichen Anwendungsbereich, zu den Voraussetzungen, unter denen eine Mitteilungspflicht ausgelöst wird, und zu den mitteilungspflichtigen Angaben. Am 10.11.2003 legte die Generaldirektion Binnenmarkt ein Arbeitspapier zur Durchführung der Art. 1 Abs. 1, 2 und Art. 6 Abs. 3, 4 und 9 der Marktmissbrauchsrichtlinie vor⁷, das eine noch wenig ausgefeilte Regelung zu den Directors' Dealings enthielt. Am 27.1.2004⁸ und am 17.2.2004⁹ folgten formelle, dem Europäischen Wertpapierausschuss (ESC) und dem Europäischen Parlament vorgelegte Kommissionsentwürfe eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen (ESC-48/2003). Letzter enthielt die später in der Durchführungsrichtlinie verabschiedete Regelung zu den Directors' Dealings. Am 3.3.2004 folgte eine überarbeitete Version dieses Dokuments¹⁰. Mit Datum vom 7.4.2004 legte die Kommission dem Europäischen Wertpapierausschuss einen weiteren Entwurf zu Entscheidung vor¹¹, den dieser am

1 Schreiben vom 7.2.2003 (Ref: CESR/03-037).

2 Results of CESR's Call for Evidence on the Second Mandate on Possible Implementing Measures of the Future Market Abuse Directive (CESR/03-087) vom 28.3.2003.

3 *The Committee of European Securities Regulators*, Consultation Paper on the Second Set of Implementing Measures for the Directive on Market Abuse, (CESR/03-102b) vom 15.4.2003.

4 *The Committee of European Securities Regulators*, Open Hearing On Possible Level 2 Implementing Measures Of The Proposed Market Abuse Directive (CESR/03-119) vom 30.4.2003.

5 *The Committee of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) vom 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) vom August 2003.

6 *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003.

7 DG Internal Market Services' Working Document on the Implementation of Article 1 Paragraphs 1 and 2 and Article 6 Paragraphs 3, 4 and 9 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), Working Document ESC 38/2003.

8 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf einer zweiten Reihe von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 vom 27.1.2004.

9 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 1 – Bereinigte Fassung vom 17.2.2004.

10 Überarbeiteter, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 2 – Bereinigte Fassung vom 3.3.2004.

11 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss zur Abstimmung am 19.4.2004 vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 4 vom 7.4.2005.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

19.4.2004 billigte. Dieser Entwurf und die spätere Richtlinie decken sich inhaltlich, enthalten aber geringfügige sprachliche Abweichungen.

- 26 Die Kommission verabschiedete am 29.4.2004 die Durchführungsrichtlinie¹, die in ihren Art. 1 Nr. 1, 2 und Art. 6 die hier interessierenden Directors' Dealings regelt. Die Marktmissbrauchsrichtlinie (Art. 18 Abs. 1) und die Durchführungsrichtlinie (Art. 12 Abs. 1) waren bis zum 12.10.2004 in nationales Recht umzusetzen. Diese Frist überschritt Deutschland geringfügig². Die Richtlinien bewirkten eine Harmonisierung der Regelung der Directors' Dealings in den Mitgliedstaaten, die bereits über derartige Vorschriften verfügten, wie etwa Großbritannien, Italien, die Niederlande, Österreich und Deutschland. Die übrigen Mitgliedstaaten wurden zum erstmaligen Erlass derartiger Vorschriften verpflichtet. Damit sind die Meldepflichten bei Directors' Dealings fester Bestandteil des europäischen Publizitätskonzepts³.

V. Die Mitteilungspflicht (§ 15a Abs. 1 WpHG)**1. Sachlicher Anwendungsbereich**

- 27 Die Mitteilungspflicht bezieht sich nur auf Personen mit Führungsaufgaben (und in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen) bei Emittenten, deren Finanzinstrumente (Rz. 28) an einer inländischen Börse zugelassen sind⁴. Erfasst sind weiterhin Emittenten, deren Finanzinstrumente an einem ausländischen organisierten Markt i.S. von § 1 Abs. 5 WpHG zugelassen sind, sofern der Emittent seinen Sitz im Inland hat oder für den die Bundesrepublik Heimatstaat ist (Rz. 30 ff., 33).

a) Finanzinstrumente

- 28 Die Vorschrift erfasst nur Führungspersonen bei Unternehmen, die Aktien emittiert haben. Im deutschen Recht kommen damit nur Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien als Emittenten in Betracht (§ 1 Abs. 2 WpHG bzw. §§ 278 Abs. 3, 1 Abs. 2 AktG). Darüber hinaus ist die SE erfasst. Der sachliche Anwendungsbereich des § 15a WpHG wurde durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz damit deutlich eingegrenzt. Bis 29.10.2002 waren Emittenten jedes börsen-zugelassenen Wertpapiers erfasst. Die Organmitglieder einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien waren selbst dann verpflichtet, ihre Transaktionen in Aktien zu melden, wenn keine Aktien, wohl aber andere Wertpapiere dieses Unternehmens an der Börse zugelassen waren⁵. Denn der Kurs dieser Wertpapiere kann durch den Aktienkurs beeinflusst werden, so dass Transaktionen der Organmit-

1 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABL. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

2 Das der Umsetzung dienende Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) trat am 30.10.2004 in Kraft.

3 Zur Informationsökonomie im Allgemeinen, insbesondere zur disclosure philosophy *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, 1999, S. 13 ff., zur Effizienz von Publizität im Gemeinschaftsrecht S. 94 f.; *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes, 2002, S. 323 ff.

4 Auf den Sitz der Gesellschaft im Inland kommt es nicht an, ebenso *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 41 f.

5 Ebenso *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1924).

gliedert in Aktien wegen der hiermit verbundenen Indikatorwirkung (s. oben bei Rz. 12) für Inhaber von Schuldverschreibungen, Genussscheinen u.Ä. durchaus von Bedeutung waren. Die mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz vorgenommene Reduktion des Anwendungsbereichs widerspricht den europarechtlichen Vorgaben¹. Die Marktmissbrauchsrichtlinie erfasst in ihrem Art. 6 Abs. 4 Emittenten „von Finanzinstrumenten“ und gerade nicht nur „von Aktien“. Zwar schränkt Art. 6 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie die Mitteilungspflicht des Emittenten auf Geschäfte in börsenzugelassenen Aktien ein. Jedoch betrifft diese Norm allein die Meldepflicht des Emittenten nach § 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG und sagt deshalb nichts über den Anwendungsbereich des § 15a Abs. 1 WpHG aus². Es handelt sich bei der Umsetzung daher um ein Redaktionsversehen, das im Wege einer europarechtskonformen Auslegung zu korrigieren ist³.

Erfasst sind damit alle Aktiengesellschaften, Kommanditgesellschaften auf Aktien und SE, deren **Aktien oder andere Finanzinstrumente (z.B. Schuldverschreibungen, Genussscheine etc.) börsenzugelassen** sind. Der sachliche Anwendungsbereich des § 15a WpHG deckt sich insoweit mit dem des § 15 WpHG, der Ad-hoc-Mitteilungen bei Emittenten von allen börsenzugelassenen Finanzinstrumenten und nicht nur solchen von Aktien vorschreibt. Das Redaktionsversehen führt allerdings dazu, dass der **Bußgeldtatbestand nicht anzuwenden** ist, wenn ein Meldepflichtiger den Anwendungsbereich verkennet, weil er meint, die bloße Zulassung von anderen Finanzinstrumenten als Aktien reiche für § 15a WpHG nicht aus. Hier greift die strafrechtlich relevante Wortlautgrenze ein. Diese wiederum führt aber **nicht zu einer Einschränkung des Aufsichtsrechts**. Vielmehr kann dieses unabhängig von anknüpfenden Buß- oder Straftatbeständen nach den dafür üblichen Auslegungsmethoden ausgelegt werden (**gespaltene Auslegung**). Ein verwaltungsrechtlicher Tatbestand, den eine Strafvorschrift in Bezug nimmt, ist also nicht generell an den strengen Beschränkungen des Art. 103 Abs. 2 GG zu messen, sondern nur, soweit er zur Ausfüllung der strafrechtlichen Blankettnorm herangezogen und damit selbst zum Teil der Strafnorm wird⁴.

b) Zulassung zu einer inländischen Börse (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 WpHG)

Die Mitteilungspflicht bezieht sich auf Personen mit Führungsaufgaben (und in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen) solcher in- oder ausländischen Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einer inländischen Börse, also dem **Regulierten Markt**, zugelassen sind⁵. Ein inländischer Sitz der Gesellschaft ist nicht erforderlich⁶. Die Finanzinstrumente müssen **zugelassen** sein, so dass die bloße Ein-

1 So Holzborn/Israel, WM 2004, 1948 (1953 Fn. 78); Erkens, Der Konzern 2005, 29 (31); Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 28, die von einem Redaktionsversehen ausgehen; a.A. Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 3.

2 Dies übersieht Pfüller, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 22 Rz. 10; Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 33.

3 Osterloh, Directors' Dealings, S. 151 ff. und Pavlova, S. 284 halten am Wortlaut der Norm fest, da man wegen des Analogieverbots an ihn gebunden sei. Die Möglichkeit der gespaltenen Auslegung (dazu umfassend Wilke, S. 1 ff.) prüfen sie nicht. Ablehnend auch Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 32 f., die die gespaltene Auslegung ansprechen, aber prinzipiell ablehnen.

4 BVerfG v. 5.4.2006 – 1 BvR 2780/04, Nichtannahmebeschl., NJW 2006, 3340 Rz. 23; Wilke, S. 1 ff.

5 Zur Erfassung des zum 5.6.2003 geschlossenen Neuen Marktes 3. Aufl., § 15a Rz. 21.

6 Bei der von Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 41 f., als Beleg für die angebliche gegenteilige Ansicht zitierte Fundstelle Assmann/Schneider/Sethe § 15a Rz. 25, muss es sich um

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

beziehung in den Regulierten Markt (§ 33 Abs. 1 BörsG) nicht ausreicht (vgl. die Kommentierung zu §§ 37b und 37c Rz. 36)¹. Von § 15a WpHG **nicht erfasst wird der Freiverkehr (Open Market)**. Die Anwendungsbereiche von § 15 WpHG und § 15a WpHG decken sich in diesem Punkt.

- 31 Die Freistellung des Freiverkehrs von der Mitteilungspflicht nach § 15a Abs. 1 WpHG unterliegt rechtspolitischer Kritik. Der enge Anwendungsbereich des § 15a WpHG führe zu einem dogmatischen Bruch, da die Vorschrift auch der Verhütung des Insiderhandels diene, welcher gerade auch im Freiverkehr verboten sei (§ 12 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.E.)². Die Freistellung des Freiverkehrs von den Pflichten des § 15a WpHG dürfte auf den gleichen Erwägungen beruhen, die bereits bei der Freistellung des Freiverkehrs von der Ad-hoc-Publizität in § 15 WpHG ausschlaggebend waren. Da zu dieser Frage allerdings Ausführungen in den Gesetzesmaterialien des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes fehlen, wird man nur mutmaßen können. Zu den Gründen für eine Freistellung des Freiverkehrs kann man sicherlich den Umstand zählen, dass Wertpapiere zum Freiverkehr zugelassen werden können, ohne dass es eines Antrags oder der Zustimmung des Emittenten bedürfte³. Die Emittenten von im Freiverkehr gehandelten Wertpapieren sind regelmäßig nicht bereit, sich umfangreichen kapitalmarktrechtlichen Folgepflichten zu unterwerfen, wenn sie schon nicht von sich aus den Antrag auf eine Börsenzulassung stellen⁴. Allerdings überzeugt dieser Hinweis auf die fehlende Bereitschaft der Emittenten, sich diesen Folgepflichten auszusetzen, nicht restlos. Gerade das Beispiel des Insiderhandels, der auch im Freiverkehr verboten ist, belegt, dass der Gesetzgeber auch für den Freiverkehr kapitalmarktrechtliche Regeln erlassen kann und sollte. Denn bei der Frage des Anwendungsbereichs einer Norm kann es nicht oder zumindest nicht allein auf den Willen der künftig Rechtsunterworfenen ankommen, sondern es müssen übergeordnete Interessen einbezogen werden. Die entscheidende rechtspolitische Frage kann daher nicht lauten, ob, sondern in welchem Umfang man den Freiverkehr künftig regelt. Sicherlich bestünde die Gefahr einer **Austrocknung** dieses Marktsegments, wollte man den Freiverkehr ebenso strengen Vorschriften unterwerfen wie den Regulierten Markt⁵. Denn der Freiverkehr lebt gerade auch vom Regelungsgefälle zu den anderen Märkten. Die durch den Freiverkehr eröffneten zusätzlichen Handelsmöglichkeiten würde man gefährden, wenn man den Freiverkehr sämtlichen Maßnahmen zur Verhütung des Insiderhandels unterwerfen würde. Hierzu zählen nämlich gerade nicht nur die Pflichten aus § 15a WpHG. Vielmehr müsste man dann konsequenterweise auch die §§ 15, 37b, 37c WpHG für anwendbar erklären. Da Anleger wissen, dass sie im Freiverkehr deutlich weniger geschützt werden als im Regulierten Markt, ist ein rechtspolitisches Bedürfnis für eine Einbeziehung des Freiverkehrs in § 15a WpHG nicht vorhanden. Hinzu kommt, dass § 15a WpHG – im Unterschied zum Insidertatbestand und der Ad-hoc-Publizität – nicht an kurserhebliches vertrauliches Wissen anknüpft, sondern nur das allgemeine Fach-

ein Missverständnis handeln. Die Ausführungen in der 4. Aufl. in Rz. 25 beziehen sich auf die damalige § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 WpHG und gerade nicht auf Nr. 1. Auch die anderen als Beleg für diese angebliche Diskussion angeführten Autoren beziehen sich auf die Nr. 2.

1 Ebenso *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 40.

2 *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1225); wohl auch *Fischer zu Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 26; a.A. *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 20.

3 Einzelheiten bei *Groß*, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 48 BörsG Rz. 5 ff.

4 Hierauf stellt *Kümpel*, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 2. Aufl., § 15 Rz. 31, ab.

5 Vgl. die entsprechenden Erwägungen des Gesetzgebers bei der Schaffung des § 15 WpHG durch das 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 76, sowie *Assmann*, § 15 Rz. 45.

wissen der Führungspersonen transparent machen will¹. Da zudem § 15a WpHG nicht geeignet ist, Insiderhandel wirksam zu unterbinden (s. oben Rz. 14), spricht auch die Idee einer Steigerung der Marktintegrität nicht für eine Ausdehnung des § 15a WpHG auf den Freiverkehr².

Der Tatbestand erfasst Emittenten bereits dann, wenn sie einen **Antrag auf Zulassung** zu einem Regulierten Markt gestellt haben. Denn bereits zu diesem Zeitpunkt erfordert der Schutz des Publikums die erhöhte Kapitalmarkttransparenz und die präventive Wirkung, die § 15a WpHG gewährleisten soll (oben Rz. 10 ff.). Auch die bloße **Ankündigung, die Börsenzulassung beantragen zu wollen**, unterfällt dem Tatbestand (§ 15a Abs. 1 Satz 4 WpHG). Dabei ist nicht jede öffentliche Äußerung eines Mitarbeiters des Unternehmens maßgebend. Vielmehr ist erforderlich, dass die Äußerung von einer dafür verantwortlichen Person abgegeben wird (z.B. Vorstandssprecher, Pressesprecher), dass die Ernsthaftigkeit der Absicht aus Sicht eines verständigen Anlegers in der öffentlichen Äußerung hinreichend deutlich wird und dass der Antrag in absehbarer Zeit gestellt werden soll³. Nicht ausreichend wäre daher beispielsweise eine Äußerung des Vorstands, man benötige zur Erschließung neuer Märkte Kapital und plane daher eine Umwandlung der GmbH in eine AG, um Kapital über die Börse aufnehmen zu können. Hier ist zwar das Ziel benannt, der Zeitrahmen aber noch zu vage.

c) Ausländische Börsenzulassung (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 WpHG)

Mit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz wurde der internationale Anwendungsbereich deutlich erweitert. Waren zuvor nur im Inland börsenzugelassene Wertpapiere erfasst, wurden dann alle an einem organisierten Markt innerhalb der EU und des EWR zugelassenen Aktien genannt. Die Marktmissbrauchsrichtlinie verwendet nicht den Begriff des „organisierten“, sondern den des „geregelten“ Marktes (Art. 1 Nr. 4 der Richtlinie 2003/6/EG) und knüpft damit an Art. 1 Abs. 13 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG (jetzt Art. 4 Nr. 14 der Richtlinie 2004/39/EG) an. Da der Begriff des „geregelten Marktes“ im deutschen Recht bereits durch das frühere Marktsegment des „Geregelten Marktes“ (§§ 49 ff. BörsG a.F.) belegt war, verwendet das WpHG nun den Begriff des „organisierten“ Marktes, der in § 1 Abs. 5 WpHG definiert wird, ohne dass sich hieraus jedoch Unterschiede zur Marktmissbrauchsrichtlinie ergeben. Der Wortlaut des § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 WpHG war sehr weit, denn er schien alle innerhalb der EU/des EWR zugelassenen Emittenten zu erfassen. Es war daher zu begrüßen, dass die BaFin in den Emittentenleitfaden eine entsprechende Klarstellung aufgenommen hatte und nur solche Emittenten als erfasst ansah, die ihren Sitz im Inland haben und deren Aktien im Inland oder in der EU/im EWR an einem Regulierten Markt zugelassen waren bzw. deren Zulassung beantragt oder angekündigt war⁴.

Der Gesetzgeber hat mit der Neufassung der Nr. 2 durch das TUG und das FRUG (s. oben Rz. 5 und 7) den internationalen Anwendungsbereich gesetzlich präzisiert⁵. Die Vorschrift setzt Art. 6 Abs. 1 Satz 2 bis 4 der Durchführungsrichtlinie um und be-

1 Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 20.

2 Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 41.

3 Dieses dritte Kriterium findet sich in BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 84.

4 BaFin, Emittentenleitfaden (Stand: 15.7.2005), S. 68; zustimmend Erkens, Der Konzern 2005, 29 (32); Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 4.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 83 f.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

zieht sich auf solche Emittenten, die ihren Sitz in Deutschland haben, deren Finanzinstrumente aber im Ausland zugelassen sind (Alt. 1). Sie erfasst weiterhin Emittenten von Finanzinstrumenten, die ihren Sitz außerhalb der EU/des EWR haben, für die aber die Bundesrepublik Herkunftsstaat i.S. des WpPG ist (Alt. 2). Schließlich sind gemäß § 15a Abs. 1 Satz 4 WpHG Emittenten erfasst, die den Antrag auf Zulassung gestellt oder angekündigt haben (dazu soeben Rz. 32). Für die Meldungen ist die Aufsichtsbehörde desjenigen Mitgliedstaats zuständig, bei der der Emittent jährlich ein Dokument nach Art. 10 der Prospektrichtlinie¹ vorlegen muss (vgl. dazu §§ 2 Nr. 13 lit. c, 10 WpPG). Nach Art. 2 Abs. 1 lit. m iii der Prospektrichtlinie ist dies (von wenigen Ausnahmen abgesehen) für alle Drittstaatsemittenten nach deren **Wahl** entweder die Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats, in dem die Wertpapiere erstmals nach dem In-Kraft-Treten der Richtlinie öffentlich angeboten werden sollen, oder des Mitgliedstaats, in dem der erste Antrag auf Zulassung zum Handel an einem Regulierten Markt gestellt wird². Sind die Aktien nur in einem Mitgliedstaat der EU/des EWR zugelassen, gilt dieser als Herkunftsmitgliedstaat. Der Zulassung steht der Antrag auf Zulassung und die öffentliche Ankündigung des Börsengangs gleich (§ 15a Abs. 1 Satz 4 WpHG).

2. Persönlicher Anwendungsbereich**a) Personen mit Führungsaufgaben (§ 15a Abs. 2 WpHG)****aa) Überblick**

- 35 Die Vorschrift wendet sich an Personen mit Führungsaufgaben bei dem Emittenten von börsenzugelassenen Aktien. Gemäß § 15a Abs. 2 WpHG fallen unter den Begriff der Person mit Führungsaufgaben zunächst die Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane, also **Organmitglieder im formellen Sinne** (dazu Rz. 36–40). Als Personen mit Führungsaufgaben gelten aber auch sonstige Personen, die – ohne Organ zu sein³ – regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen (vgl. § 13 Abs. 1 WpHG) haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind (dazu Rz. 39a). Maßgeblich für die Bestimmung des Kreises der Führungspersonen ist das **Gesellschaftsstatut** des jeweiligen Emittenten. Ist das deutsche Recht maßgebend, gelten die nachfolgenden Ausführungen (Rz. 36–44). Ist ein ausländisches Gesellschaftsstatut massgebend, ist nach diesem zu bestimmen, wer zu den persönlich haftenden Gesellschaftern oder Mitgliedern eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten gehört und wer als top executive gilt.

bb) Leitungsorgane von AG und SE

- 36 § 15a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 WpHG bezieht sich bei einer Aktiengesellschaft auf die Mitglieder des **Vorstands** (§ 76 Abs. 2 Satz 1 und 2 AktG). Auch die **stellvertretenden**

1 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG Nr. L 345 v. 31.12.2003, S. 64.

2 Kritisch zu dieser „Privilegierung“ der Emittenten aus Drittstaaten *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 48, der den Inhalt der kritisierten Stellungnahme der BaFin im Emittentenleitfaden von 2005 aber m.E. nicht zutreffend wiedergibt.

3 Missverständlich daher *Pluskat*, Finanz-Betrieb 2004, 219 (220), die meint, es komme auf die „formale Anknüpfung an die Organmitgliedschaft“ an.

Vorstandsmitglieder (§ 94 AktG) sind erfasst¹, da es sich bei ihnen – entgegen der äußerst missverständlichen Bezeichnung – um vollwertige Vorstandsmitglieder handelt². Der **Arbeitsdirektor** ist nach § 76 Abs. 2 Satz 3 AktG, § 13 Abs. 1 Satz 1 Montan-MitbestG, § 13 MitbestErgG, § 33 Abs. 1 Satz 1 MitbestG ebenfalls gleichberechtigtes Mitglied des Geschäftsführungsorgans und unterfällt daher ebenfalls § 15a Abs. 1 WpHG. Weiterhin sind die **Mitglieder des Aufsichtsrats** erfasst. Bei einer mitbestimmten Aktiengesellschaft ist es gleichgültig, ob es sich um Vertreter der Anteilseignerseite oder der Arbeitnehmerseite handelt. Der Aufsichtsrat kennt keine stellvertretenden Aufsichtsratsmitglieder, sondern nur Ersatzmitglieder, die bei Wegfall eines Mitglieds des Aufsichtsrats nachrücken (§ 101 Abs. 3 AktG). Die **Ersatzmitglieder** werden von § 15a WpHG erst erfasst, nachdem sie nachgerückt sind, denn erst dann haben sie eine Stellung als Mitglied des Organs inne. Die zur AG gemachten Ausführungen gelten entsprechend für die dualistisch verfasste SE, bei der folglich die Mitglieder des Leitungsorgans (Art. 39 SE-VO), ihre Stellvertreter (§ 40 Abs. 9 SEEG) und die Mitglieder des Aufsichtsorgans (Art. 40 SE-VO) erfasst sind³. Bei der monistisch verfassten SE sind die Mitglieder des Verwaltungsrats (Art. 43 SE-VO) und die geschäftsführenden Direktoren (§ 40 SEEG) Führungspersonen i.S. des § 15a Abs. 2 WpHG⁴.

cc) Aktionäre und unternehmensexterne Personen

Die **Hauptversammlung** wird, auch wenn sie Entscheidungen über Fragen der Geschäfts-führung nach § 119 Abs. 2 AktG trifft, dadurch nicht zu einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan. Einfache **Aktionäre** werden daher von § 15a WpHG nicht erfasst. Fraglich ist, ob ein **unternehmerisch tätiger Hauptaktionär** § 15a WpHG unterfallen kann. Zwar leitet der Vorstand die Gesellschaft eigenverantwortlich (§ 76 Abs. 1 AktG). Gewinnt jedoch der Hauptaktionär einen tatsächlichen Einfluss auf das Schicksal der Gesellschaft und gelangt er dabei an Insiderwissen, könnte man argumentieren, die dem § 15a WpHG zugrunde liegenden Wertungen erforderten ein Eingreifen des Tatbestands. Diese Sichtweise überzeugt im Ergebnis jedoch nicht. Der Umstand, dass der Vorgang u.U. wegen des Verstoßes gegen § 76 Abs. 1 AktG verbandsrechtlich unzulässig ist, spielt für die kapitalmarktrechtliche Beurteilung an sich keine Rolle, da diese den Markt schützen will, nicht die gesellschaftsrechtlich vorgegebene Machtverteilung. Allerdings stellt Art. 1 Nr. 1 lit. b der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG ausdrücklich darauf ab, ob die Person „befugt“ ist, für die Gesellschaft strategische Entscheidungen zu treffen. Da eine solche Kompetenz dem Mehrheitsaktionär gerade nicht zusteht, kann er nicht als top executives eingeordnet werden (s. auch unten Rz. 44)⁵.

dd) Persönlich haftende Gesellschafter und Komplementärgesellschaften

Bei einer Kommanditgesellschaft auf Aktien wird die Geschäftsführung und Vertretung von den **persönlich haftenden Gesellschaftern** wahrgenommen (§ 278 Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 161 Abs. 2, 114 ff., 125 ff. HGB sowie § 283 AktG). Diese bilden damit das Leitungsorgan der KGaA und sind nach § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG mitteilungs-pflichtig. Sind einzelne persönlich haftende Gesellschafter **von der Geschäfts-**

¹ Der hier vertretenen Ansicht folgen jetzt auch *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 55, die allerdings den hier vertretene Standpunkt als a.A. kennzeichnen.

² Einzelheiten bei *Hüffer*, § 94 AktG Rz. 1 f.

³ *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 55, 57.

⁴ *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 55 f.

⁵ *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 80.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

führung und Vertretung ausgeschlossen, sind sie nicht Mitglied des Geschäftsführungsorgans. Sie bleiben zwar persönlich haftende Gesellschafter, haben aber nur noch gesellschaftsrechtliche Kompetenzen und keine Organfunktionen mehr¹. Daher sind sie keine Organmitglieder im formellen Sinne. Sie fallen auch nicht in die Gruppe der sonstigen Personen mit Führungsaufgaben, da sie keine „geschäftsführende Führungskraft“ darstellen und gerade nicht befugt sind, strategische Entscheidungen für den Emittenten zu treffen. Der weder geschäftsführungs- noch vertretungsbefugte Komplementär der KGaA unterfällt daher nicht den Vorgaben, die die Durchführungsrichtlinie für sonstige Führungspersonen enthält. Abschließend ist der Frage nachzugehen, ob der deutsche Gesetzgeber über die Vorgaben der Richtlinie hinausgegangen sein könnte. Der Wortlaut des § 15a Abs. 2 WpHG differenziert gerade nicht danach, welche Rolle ein persönlich haftender Gesellschafter innerhalb der Kommanditgesellschaft auf Aktien inne hat. Vielmehr nennt er „persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten“. Hätte der Gesetzgeber nur die geschäftsführungs- und vertretungsbefugten Komplementäre erfassen wollen, wäre die Formulierung „Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten“ ausreichend gewesen. Aus der separaten Nennung der persönlich haftenden Gesellschafter könnte man daher ableiten, dass diese unabhängig davon erfasst werden sollten, ob sie der Geschäftsführung angehören oder nicht. Für eine derart weite gesetzliche Auslegung könnte man zudem ins Feld führen, dass die Komplementäre auf Grund der persönlichen Haftung eine enge persönliche Verbundenheit untereinander und mit dem Unternehmen haben; sie werden regelmäßig einen direkteren Einblick in die Geschäftsführung haben als gewöhnliche Aktionäre oder außenstehende Dritte. Man könnte daher sicherlich mit guten Gründen behaupten, dass von ihnen getätigte Transaktionen in Aktien der Kommanditgesellschaft auf Aktien eine ähnliche Indikatorwirkung entfalten wie Transaktionen eines geschäftsführungsbefugten Komplementärs. Eine solche Auslegung war zum früheren Recht, das allein auf Vorgaben des nationalen Gesetzgebers beruhte, überzeugend². Bei der Umsetzung der Richtlinien hat sich der deutsche Gesetzgeber jedoch strikt an die Richtlinienvorgaben gehalten³. Anhaltspunkte dafür, dass er gerade bei der nicht so häufig vorkommenden KGaA eine verschärfte Regelung der Directors' Dealings wollte, sind nicht ersichtlich. Vielmehr dürfte die gesetzliche Formulierung einmal mehr darauf beruhen, dass die Rechtsform der KGaA wenig bekannt ist und daher in Gesetzgebungsverfahren oft stiefmütterlich behandelt wird⁴. Der besonderen Erwähnung der persönlich haftenden Gesellschafter in § 15a Abs. 2 WpHG kommt daher keine spezielle inhaltliche Bedeutung zu. Die weder geschäftsführungs- noch vertretungsbefugten Komplementäre der KGaA sind daher nicht nach § 15a Abs. 1 WpHG mitteilungs- und meldepflichtig⁵. Dies ist konsequent, wenn man bedenkt, dass er die „top executives“ auch nur erfasst, wenn diese Zugang zu Insiderinformationen haben *und* entscheidungsbefugt sind (s. unten Rz. 39a); der bloß leichtere Zugang zu Insiderinformationen reicht gerade nicht⁶.

1 *Assmann/Sethe*, in: *Großkomm. AktG*, 4. Aufl. 1992 ff., § 278 Rz. 105 m.w.N.

2 3. Aufl. des Kommentars § 15a Rz. 25.

3 RegE des AnSVG, BR-Drucks. 341/04, S. 70.

4 Beispiele für dieses Phänomen finden sich bei *Sethe*, Aufsichtsratsreform mit Lücken, AG 1996, 289 f.; *Sethe*, Die personalistische Kapitalgesellschaft mit Börsenzugang, 1996, S. 331, 445 ff., 461 ff., 517 f.

5 A.A. *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 353 f.; *Zimmer/Osterloh*, in: *Schwark/Zimmer*, § 15a WpHG Rz. 53; *Pfüller*, in: *Fuchs*, § 15a WpHG Rz. 58, 67.

6 Dies übersehen *Zimmer/Osterloh*, in: *Schwark/Zimmer*, § 15a WpHG Rz. 53; *Pfüller*, in: *Fuchs*, § 15a WpHG Rz. 67.

Handelt es sich bei dem geschäftsführungs- und vertretungsbefugten persönlich haftenden Gesellschafter der KGaA um eine **Komplementär-Gesellschaft**, ist diese unzweifelhaft von § 15a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 WpHG erfasst. Dabei ist es unerheblich, ob sie ihren Sitz im Inland oder im Ausland hat. Die **Mitglieder des Geschäftsführungsorgans der Komplementär-Gesellschaft** sind ebenfalls mitteilungspflichtig, denn bei ihnen handelt es sich um sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und die – vermittelt über die Satzung der KGaA und den Gesellschaftsvertrag der Komplementärgesellschaft – zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen befugt sind¹. Wenn die Geschäftsführung der Kommanditgesellschaft auf Aktien bei einer Komplementär-Gesellschaft liegt, sind es gerade deren Organmitglieder, die den Wissensvorsprung in Bezug auf die KGaA besitzen und bei ihr die maßgeblichen Entscheidungen treffen; sie sind „top executives“². Werden strategische Aufgaben der Geschäftsführung auf ein **fakultatives Organ** der KGaA übertragen (Beirat u.Ä.), sind die Mitglieder dieses Organs ebenfalls mitteilungspflichtig, da sie als sonstige Personen mit Führungsaufgaben gelten³. In Bezug auf den **Aufsichtsrat der Kommanditgesellschaft auf Aktien** gilt das zum Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft Ausgeführte. Verfügt die Kommanditgesellschaft auf Aktien über **fakultative Aufsichtsorgane**, die wesentliche unternehmerische Entscheidungen mitbestimmen, unterfallen deren Mitglieder als sonstige Personen mit Führungsaufgaben ebenfalls § 15a WpHG.

ee) top executives

Als Personen mit Führungsaufgaben gelten aber auch sonstige Personen, die – ohne Organ zu sein – regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen (vgl. § 13 Abs. 1 WpHG) haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Diese Erweiterung des Tatbestands auf **Führungskräfte im materiellen Sinne** geht auf eine Empfehlung von CESR zurück⁴ und floss in Art. 1 Nr. 1 lit. b der Durchführungsrichtlinie ein. Da die Formulierung des Tatbestands des § 15a Abs. 2 WpHG ausgesprochen knapp ausfällt, ist zu seiner Auslegung auf die Durchführungsrichtlinie zurückzugreifen. Diese spricht in ihrem Art. 1 Nr. 1 lit. b ausdrücklich von einer „geschäftsführenden Führungskraft“. Es handelt sich damit um Personen im Unternehmen, **nicht aber um externe Personen**, wie Berater, Dienstleister oder Rechnungsprüfer, denen keine Entscheidungsfunktion in Bezug auf die Geschäftsführung zukommt⁵. Sie müssen „befugt“ sein, für die Gesellschaft, entweder allein oder als

1 A.A. Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 23 (OHG als Komplementärin einer KGaA).

2 So auch Osterloh, Directors' Dealings, S. 355 f.; Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 54; Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 78.

3 So jetzt auch Osterloh, Directors' Dealings, S. 351; Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 66; Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 69.

4 The Committee of European Securities Regulators, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003, Rz. 40: „CESR's advice is principally focussed on those persons who are members of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer. In addition, where in some countries top executives who do not participate in these bodies have decision making powers and decide on the future development and business prospects of the issuer, they should disclose their transactions“. Die Erweiterung wird von Seitz, BKR 2002, 340 (343) als zu weitgehend kritisiert.

5 Diese Einschränkung geht auf eine Empfehlung von CESR zurück, vgl. The Committee of European Securities Regulators, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003, Rz. 41: „CESR is of the view that the requirement „...within an issuer...“ excludes external persons such as au-

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Mitglieder eines Kollektivorgans eigenverantwortlich strategische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten zu treffen. Die Entscheidungen müssen also eine grundsätzliche Bedeutung haben, denn Aktiengeschäften kommt nur dann eine Indikatorfunktion zu, wenn sie von Personen mit solch weit reichenden Kompetenzen getroffen werden. Zusätzlich müssen diese Personen regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und somit über einen Wissensvorsprung mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten verfügen¹. Damit sind im Ergebnis nur top executives erfasst². Allein die Stellung als leitender Angestellter des Unternehmens oder als Prokurist rechtfertigt noch nicht die Einordnung als top executive³; vielmehr muss im Einzelfall geprüft werden, wie weit der Zugang zu Informationen und die Entscheidungsbefugnis reichen. Sobald der Geschäftsleitung ein Zustimmungsvorbehalt oder ein Letztentscheidungsrecht zusteht, fehlt der Person die Kompetenz zur eigenverantwortlichen Entscheidung und sie ist nicht mitteilungspflichtig⁴. Angesichts der bei deutschen Aktiengesellschaften vorherrschenden Aufgabenverteilung dürfte allenfalls die Führungsebene direkt unterhalb der Geschäftsleitung unter die sonstigen Personen mit Führungsaufgaben fallen (z.B. **Generalbevollmächtigte**). Fraglich ist, wie **Angestellte oder Organmitglieder von Tochterunternehmen oder der Muttergesellschaft** einzuordnen sind, wenn sie beim Emittenten über einen entsprechenden Einfluss auf die Geschäftsführung verfügen und Zugang zu Insiderinformationen beim Emittenten haben. Ein Teil des Schrifttums bejaht die Eigenschaft als top executive⁵. Hiergegen könnte man einwenden, mit einer solchen Einordnung würde die Wertung des Gesetzgebers, der die Konzernklausel aus dem Tatbestand des § 15a WpHG gestrichen hat (s. unten Rz. 44), umgangen. Diese Sichtweise überzeugt jedoch nicht. Der Gesetzgeber hat die auf nationalem Recht beruhende Klausel gestrichen, da die Marktmissbrauchsrichtlinie den Anwendungsbereich der Norm neu und abweichend definiert hat. Soweit Personen Organfunktionen ausüben, ohne formelles Organ zu sein, fallen sie unter die top-executive-Regelung, die folglich auch konzernrechtliche Fallgestaltungen erfassen kann. Angestellte oder Organmitglieder von Tochterunternehmen oder der Muttergesellschaft können daher im Einzelfall unter den Tatbestand fallen, wenn sie Zugang zu Insiderinformationen haben und wenn sie nicht nur tatsächlich in der Lage sind, sondern die rechtliche Befugnis (z.B. aufgrund eines Vertrags) besitzen, strategische Entscheidungen für den Emittenten zu treffen⁶. Die Bedeutung der Ein-

ditors and other advisers and service providers who may be closely linked to the issuer, but are not to be regarded as being closely associated with the persons discharging managerial responsibilities within the issuer.“

1 So jetzt auch *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 60.

2 *Bürgers*, BKR 2004, 424 (428); *von Buttlar*, BB 2003, 2133 (2135 f.); *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (936); *Dreyling*, Der Konzern 2005, 1 (3); *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (32); *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953); *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 121; *Pfüller*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 22 Rz. 16; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 6; *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 52, der im Übrigen auch die Entstehungsgeschichte dieser Passage des CESR-Papiers beschreibt.

3 So aber *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (886) in Bezug auf leitende Angestellte; zu Recht a.A. *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 62; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 75.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 85.

5 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 76 f.

6 A.A. BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 85, der darauf abstellt, ob die Person beim Emittenten selbst eine Führungsaufgabe wahrnehme. Mit der entsprechenden Befugnis tut sie aber genau dies.

beziehung des materiellen Organbegriffs in § 15a WpHG dürfte in der Praxis der deutschen AG eher gering ausfallen. Anders ist die Bedeutung dieses Tatbestandsmerkmals für die KGaA (s. oben Rz. 39).

ff) Fehlerhaft bestellte Organe

Auch fehlerhaft bestellte Organe unterliegen der Mitteilungspflicht, solange sie die Organfunktion tatsächlich ausüben, das Organverhältnis also in Vollzug gesetzt und noch nicht beendet wurde¹. Selbst wenn man die fehlerhaft bestellten Organe nicht als Personen mit Führungsaufgaben einordnen wollte, unterfallen sie zumindest der Kategorie der sonstigen Person, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen hat und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt ist. 40

gg) Im Insiderverzeichnis erfasste Personen

Nicht jede Person, die in einem **Insiderverzeichnis** nach § 15b WpHG aufgelistet ist, unterfällt auch dem Tatbestand des § 15a WpHG. Das Insiderverzeichnis erfasst Personen, die bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderwissen haben. Nicht jede dieser Personen gehört aber auch zugleich dem Personenkreis an, der beim Emittenten Führungsaufgaben wahrnimmt². 41

hh) Insolvenzverwalter

Wird der Emittent insolvent, bleibt der Vorstand im Amt (vgl. § 263 AktG). Allerdings wird ihm die Verfügungsbefugnis entzogen und geht auf den Insolvenzverwalter über (§ 80 Abs. 1 InsO). Der **Vorstand** ist jedoch immer noch Organ der Gesellschaft und deshalb weiterhin nach § 15a Abs. 1, 2 WpHG verpflichtet³, was § 11 WpHG klarstellt. Da den privaten Aktiengeschäften des Vorstands Indikatorfunktion zukommt, hat gerade in einer Krisensituation das Publikum ein Interesse daran zu wissen, ob der Vorstand an eine Sanierung des Emittenten glaubt oder nicht. Gegen ein Fortbestehen der Meldepflicht könnte zwar der Umstand sprechen, dass der Vorstand mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens seinen unmittelbaren Einfluss auf die Geschäfte des Unternehmens verliert. Für § 15a WpHG ist es jedoch ausreichend, wenn eine Person den formellen, nicht aber auch den materiellen Organbegriff des § 15a WpHG verwirklicht. Denn das tatsächliche Ausmaß des Einflusses auf die Geschicke des Unternehmens wird gerade nicht zum Maßstab gemacht, wenn es um die Erfassung der Organmitglieder i.S. des § 15a Abs. 2 Halbsatz 1 WpHG geht. Zusätzlich zum Vorstand wird auch der **Insolvenzverwalter** von § 15a WpHG erfasst. 42

1 Ebenso *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 58. Zu § 15a WpHG i.d.F. des 4. FFG *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1225); für das Insiderrecht, an das die Gesetzesbegründung (Begr. DiskE, ZBB 2001, 398, 425 und Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87) anknüpfte, s. unten *Vogel*, § 38 Rz. 13; allgemein zur fehlerhaften Organmitgliedschaft *Hüffer*, § 84 AktG Rz. 10.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 85; *Pfüller*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 22 Rz. 17; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 6; im Ergebnis auch *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1098 f.); *Pluskat*, BKR 2004, 467 (470), die auf den Unterschied von „bestimmungsgemäßem“ Zugang zu Insiderinformationen und „regelmäßigem“ Zugang zu solchen Informationen abstellt; im Ergebnis auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 41 a.E.; a.A. *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (936).

3 So in Bezug auf Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG BVerwG v. 13.4.2005 – 6 C 4/04, ZIP 2005, 1145, 1148 mit Anm. *Ott*; anders noch VG Frankfurt/M. v. 29.1.2004 – 9 E 4228/03 (V), ZIP 2004, 469; *Dehlinger*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 1. Aufl. 2005, § 11 Rz. 3 m.w.N.; von *Buttlar*, BB 2010, 1355 (1358).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Mit seiner Bestellung gehört er zu den sonstigen Personen mit Führungsaufgaben, denn aufgrund seiner durch die InsO vermittelten Befugnisse hat er die Möglichkeit, eigenverantwortlich strategische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten zu treffen. Seine Entscheidungen haben eine grundsätzliche Bedeutung. Schließlich verfügt er über einen Wissensvorsprung mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten. Tätigt der Insolvenzverwalter private Geschäfte in Aktien des Emittenten, unterfällt er damit § 15a WpHG¹. Gleiches gilt für **Abwickler** und **Sonderbeauftragte** i.S. von §§ 37 f., 45c KWG und § 83a VAG².

ii) Beginn und Ende der Stellung als Führungsperson

- 43 Die Mitteilungspflicht beginnt mit Übernahme der Organstellung oder der Stellung als top executive, wobei zu diesem Zeitpunkt bereits gehaltene Finanzinstrumente nicht zu melden sind (s. Rz. 12, 102)³. Sie **endet**, sobald die Person mit Führungsaufgaben ihre Organstellung verliert (Ablauf der Amtszeit, Widerruf der Bestellung, Abberufung aus wichtigem Grund etc.) bzw. die Stellung als „top executive“ beendet wird und sie damit keinen Einfluss mehr auf wesentliche unternehmerische Entscheidungen hat oder den Zugang zu Insiderinformationen verliert⁴. Auf die Beendigung eines zusätzlich geschlossenen Anstellungsvertrags kommt es nicht an⁵. Denn mit dem Verlust der Stellung als Führungsperson endet auch die Möglichkeit zum Einblick in die Interna des Emittenten, so dass Transaktionen der ehemaligen Führungsperson eine Indikatorwirkung fehlt. Auf den Umstand, dass einer ehemaligen Person mit Führungsaufgaben aus dem Anstellungsvertrag u.U. noch Ansprüche auf Bezüge zustehen, kommt es nicht an. Der Gesetzgeber hat **keine nachwirkende Mitteilungspflicht** angeordnet⁶. Man wird zwar argumentieren können, dass die Person mit Führungsaufgaben auch nach dem Ausscheiden aus dem Amt noch über Kenntnisse der Interna des Emittenten verfügt. Jedoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Transaktionen einer **ehemaligen Person mit Führungsaufgaben** auf ganz anderen Motiven beruhen als dem Einblick in die Unternehmensinterna, insbesondere bei einem unfreiwilligen Ausscheiden, recht groß. Vor diesem Hintergrund könnte eine fortwirkende Mitteilungspflicht eher zur Verwirrung als zum Nutzen des Publikums beitragen.

b) Organmitglieder von Konzernunternehmen

- 44 Bis zur Neufassung des § 15a WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz erfasste die Vorschrift nicht nur die Organmitglieder des zum Handel an einer Börse zugelassenen Emittenten selbst, sondern auch die Organmitglieder von dessen Mut-

1 So auch *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 350 und jetzt auch *von Buttlar*, BB 2010, 1355 (1358).

2 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 81.

3 *Pavlova*, S. 179; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 136; *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 90.

4 *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 91 fordern die Einführung einer nachlaufenden Meldepflicht in einem Zeitraum von zwei bis drei Monaten.

5 Anders aber *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 57, wonach bei beendeter Organstellung, aber fortbestehendem Anstellungsvertrag auch die Meldepflicht fortbestehe.

6 *Pavlova*, S. 179; *Riedl/Marten*, DBW 2010, 553 (554). Entsprechende rechtspolitische Forderungen finden sich aber bei *von Buttlar*, BB 2003, 2133 (2136); *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29 (33); *Fischer zu Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 23 f., 62; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 356, 611 ff.; *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (206); offen gelassen bei *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226).

terunternehmen. Diese rechtspolitisch umstrittene¹ Regelung ist durch das Anleger-schutzverbesserungsgesetz gestrichen worden². Man könnte nun argumentieren, der mit der Streichung zum Ausdruck kommende Wille des Gesetzgebers dürfe nicht dadurch umgangen werden, dass man nun konzernrechtliche Sachverhalte unter den Tatbestand der top executives (s. oben Rz. 39a) fasse. Eine solche Sichtweise wäre jedoch zu pauschal. Der Gesetzgeber hat bei der Streichung der Konzernklausel keinen Willen geäußert³. Ihm ging es allein um die Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie und der dazu ergangenen Durchführungsrichtlinie. Da diese den Anwendungsbereich der Norm eigenständig definieren, ist ein Umkehrschluss aus der Streichung der früheren Konzernklausel gerade nicht zwingend. Vielmehr ist auf den Anwendungsbereich der Richtlinien abzustellen. Diese erfassen mit dem Tatbestand der top executives auch Personen im Konzern, sofern diese Zugang zu beim Emittenten vorhandenen Insiderinformationen haben und befugt sind, strategische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten zu treffen (s. oben Rz. 39a).

c) In enger Beziehung stehende Personen (§ 15a Abs. 1 Satz 2, Abs. 3 WpHG)

Die Ausdehnung der Mitteilungspflicht in § 15a Abs. 1 WpHG auf Personen, die in enger Beziehung zu den Personen mit Führungsaufgaben stehen, dient dem Ziel, **Umgehungen zu verhindern**⁴ und Personen zu erfassen, die am **Wissensvorsprung** der Führungsperson teilhaben⁵. 45

Mit dem Tatbestandsmerkmal „**Ehepartner**“ knüpft § 15a WpHG an den familienrechtlichen Status der Ehe an. Voraussetzung ist das wirksame Bestehen einer Ehe. Diese setzt die Eheschließung nach § 1310 BGB voraus. Eine nicht vor dem Standesbeamten geschlossene Ehe kann unter den engen Voraussetzungen des § 1310 Abs. 3 BGB geheilt werden („hinkende Ehen“). Die Ehe endet mit Rechtskraft eines Aufhebungsurteils (§ 1313 Satz 2 BGB), eines Scheidungsurteils (§ 1564 Satz 2 BGB) oder mit dem Tod eines der Ehegatten. Vor dem Hintergrund des gesetzgeberischen Bestrebens, eine leichte Überprüfbarkeit der Tatbestandsvoraussetzungen sicherzustellen (s. unten Rz. 48), kann es nicht darauf ankommen, ob die Ehe intakt ist oder die Ehepartner getrennt leben (§ 1567 Abs. 1 BGB). Der Zustand des **Getrenntlebens** – zumal innerhalb derselben Wohnung (vgl. § 1567 Abs. 1 Satz 2 BGB) – kann leicht fingiert werden, indem man vor einer meldepflichtigen Transaktion ein Zerwürfnis vorspiegelt und sich nach Abwicklung der Transaktion versöhnt. Das Getrenntleben ist daher als Anknüpfungspunkt für ein Entfallen der Mitteilungspflicht ungeeignet⁶. Die Mitteilungspflicht besteht auch in dieser Zeit fort. 46

Der Begriff des „**eingetragenen Lebenspartners**“ meint die Verbindung gleichgeschlechtlicher Lebenspartner nach § 1 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über die Ein- 47

1 Kritisch deshalb 3. Aufl. des Kommentars § 15a Rz. 28 m.w.N.

2 Für eine Wiedereinführung einer Konzernklausel *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 89.

3 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 36.

4 So auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 42. Verfassungsrechtliche Bedenken gegen diese Ausdehnung des Anwendungsbereichs bei *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193 (209 f.); zu Recht a.A. *Masling*, S. 287 ff.

5 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 83.

6 Dies übersieht *Letzel*, BKR 2002, 862 (865). Zutreffend dagegen *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 44; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 434 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 84.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

getragene Lebenspartnerschaft¹. Diese wird begründet durch Schließung einer Lebenspartnerschaft nach § 1 LPartG. Sie endet mit Rechtskraft eines Aufhebungsurteils (§ 15 Abs. 1 LPartG) oder bei Tod eines der Lebenspartner. Die Mitteilungspflicht des Lebenspartners einer Person mit Führungsaufgaben besteht weiter, selbst wenn die Lebenspartner getrennt leben; es gelten die zur Ehe gemachten Ausführungen (Rz. 46) entsprechend.

- 48 Die Eingetragene Lebenspartnerschaft ist von einer **nichtehelichen Lebensgemeinschaft** als bloßem Zusammenleben zweier Personen zu unterscheiden. Die Mitteilungspflicht erstreckt sich nicht auf die nichteheliche Lebensgemeinschaft, weil der Gesetzgeber das bloße Zusammenleben in häuslicher Gemeinschaft gerade nicht als geeigneten Anknüpfungspunkt der Mitteilungspflicht ansah². Während des Gesetzgebungsverfahrens wurden Forderungen der CDU/CSU zurückgewiesen, wonach nur Personen mitteilungspflichtig sein sollten, die in häuslicher Gemeinschaft mit dem Organmitglied leben³. Eine derartige Eingrenzung des Kreises der Mitteilungspflichtigen war nach Ansicht der Bundesregierung zu unbestimmt und nur schwer zu überprüfen. Daher blieb es 2002 bei der Anknüpfung an den familienrechtlichen Status⁴. Die Ansicht des Gesetzgebers, das Kriterium des Zusammenlebens sei nur schwer nachzuprüfen und daher nicht geeignet, ist inzwischen überholt. Art. 1 Nr. 2 lit. c der Durchführungsrichtlinie hat den deutschen Gesetzgeber gezwungen, seit einem Jahr vor der Transaktion im Haushalt lebende Verwandte als „in enger Beziehung stehende Personen“ einzuordnen. Das Merkmal „im selben Haushalt leben“ hat damit nun Eingang in das Gesetz gefunden, wird allerdings mit einem präzise definierten Tatbestandsmerkmal „Verwandte“ (§ 1589 BGB) kombiniert. Da der nichteheliche Lebenspartner als solcher kein „Verwandter“ ist, unterfallen die Partner einer nichtehelichen Lebensgemeinschaft nach wie vor nicht § 15a WpHG.
- 49 Die Mitteilungspflicht erstreckt sich auf die nach einzelstaatlichem Recht **unterhaltsberechtigten Kinder** der Person mit Führungsaufgaben. Richtet sich die Unterhaltspflicht nach deutschem Recht (vgl. Art. 18 EGBGB), sind folgende Grundsätze maßgebend: Erfasst sind leibliche Kinder und Adoptivkinder (dazu sogleich Rz. 50) dieser Person, nicht aber Pflegekinder. Denn das Tatbestandsmerkmal „unterhaltsberechtigter“ knüpft gerade an die Verwandtschaft an (§ 1601 BGB). Bei minderjährigen Kindern kommt es nur auf die Stellung als unterhaltsberechtigtes Kind an, nicht auch darauf, ob im konkreten Fall ein Unterhaltsbedarf besteht. Denn sonst könnte ein Vorstand sein Kind mit ausreichendem Vermögen versorgen, so dass dieses sich aus den Erträgen ernähren kann und der Unterhaltsbedarf nach § 1602 Abs. 2 BGB entfiele. Der Vorstand könnte nach der Vermögensgewährung über sein dann nicht mitteilungspflichtiges Kind die Aktiengeschäfte abwickeln. Daher sind grundsätzlich alle minderjährigen Kinder erfasst⁵. Volljährige Kinder sind solange erfasst, als sie sich in ihrer ersten Ausbildung befinden und noch nicht in der Lage sind, sich

1 Das Gesetz über die Eingetragene Lebenspartnerschaft ist als Art. 1 des Gesetzes zur Beendigung der Diskriminierung gleichgeschlechtlicher Gemeinschaften – Lebenspartnerschaftsgesetz vom 16.2.2001 (BGBl. I 2001, 266) erlassen worden.

2 *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (209), hält diesen Vorschlag für realisierbar und wünschenswert.

3 Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 10.

4 Diese Regelung war im Gesetzgebungsverfahren starker Kritik ausgesetzt, weil man hierin eine Benachteiligung der Eheleute im Vergleich zur nichtehelichen Lebensgemeinschaft sah, vgl. die Nachweise bei *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1924 Fn. 13).

5 Hiervon geht auch die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 86, aus. Ebenso jetzt *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 438; im Ergebnis auch *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 88.

selbst zu unterhalten¹. Das Gesetz stellt nur auf die Unterhaltsberechtigung ab; ob tatsächlich Unterhalt bezahlt wird, ist nicht ausschlaggebend². Weiterhin kommt es nicht darauf an, ob die unterhaltsberechtigten Kinder im selben Haushalt leben, wie die Person mit Führungsaufgaben. Das entsprechende Tatbestandsmerkmal in § 15a Abs. 3 WpHG bezieht sich nur auf die anderen Verwandten, nicht auch auf die Kinder. Gestützt wird dieses Ergebnis durch den insoweit klareren Wortlaut von Art. 1 Nr. 2 lit. b und c der Durchführungsrichtlinie. Ist die Unterhaltsberechtigung entfallen, sind Kinder wie andere Verwandte der Führungsperson nur dann mitteilungs-pflichtig, wenn sie im selben Haushalt leben (dazu Rz. 50). Nichteheliche Kinder unterfallen dem Tatbestand erst dann, wenn die Vaterschaft anerkannt oder rechtskräftig festgestellt ist.

Die Mitteilungspflicht erfasst weiterhin **andere Verwandte** der Person mit Führungs- 50
aufgaben, die zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben. Der Grad der Verwandtschaft ist unmaßgeblich. Eine wirtschaftliche Abhängigkeit (z.B. Unterhaltspflicht) von der Person mit Führungsaufgaben wird nicht vorausgesetzt. Das Tatbestandsmerkmal „unterhaltsberechtig“ bezieht sich allein auf das nachfolgende Wort „Kinder“ und nicht auf den restlichen Satz. Die Einfügung des Wortes „andere“ macht dies hinreichend deutlich. Eine Verwandtschaft wird dadurch begründet, dass eine Person von der anderen abstammt (Blutsverwandtschaft, § 1589 Satz 1 und 2 BGB). Gegen eine Anknüpfung an den Verwandtenbegriff des § 1589 BGB werden Bedenken erhoben, da Art. 1 Nr. 2 der Richtlinie 2004/72/EG den Begriff „Familienmitglied“ und nicht „Verwandte“ verwende. Erfasst würden daher auch die Schwägerschaft und Adoptionen nach §§ 1742–1772 BGB³. Dabei verkennt diese Ansicht, dass Art. 1 Nr. 2 der Richtlinie 2004/72/EG in lit. a und b gerade auf das „einzelstaatliche Recht“ abstellt; ein Grund, warum das in lit. c nicht der Fall sein sollte, ist nicht ersichtlich. Auch der CESR-Abschlussbericht⁴ vom August 2003 enthält für eine solche Differenzierung keine Anhaltspunkte. Für die Bestimmung des Verwandtenbegriffs maßgebend ist daher § 1589 BGB. Über § 1754 Abs. 1 BGB gilt auch ein **adoptiertes minderjähriges Kind** als leibliches Kind der annehmenden Ehegatten. Im Falle einer Adoption nur durch eine Person wird nur zu dieser ein verwandtschaftliches Verhältnis begründet (§ 1754 Abs. 2 BGB). In beiden Fällen erlischt die Verwandtschaft des Adoptierten zu seiner bisherigen Familie (§ 1755 Abs. 1 BGB). Der maßgebliche Zeitpunkt für die Begründung der Unterhaltspflicht und damit für das Eingreifen von § 15a Abs. 3 WpHG ergibt sich aus § 1751 Abs. 4 BGB, also sobald die Eltern des Kindes die erforderliche Einwilligung erteilt haben und das Kind in die Obhut des Annehmenden mit dem Ziel der Annahme aufgenommen ist. Bei der **Adoption eines Volljährigen** wird ein verwandtschaftliches Verhältnis nur zu dem Annehmenden begründet. Die übrigen Verwandtschaftsverhältnisse werden durch die Adoption nicht berührt (§ 1770 Abs. 2 BGB). Ein adoptierter Volljähriger fällt also nur dann unter § 15a WpHG, wenn er von der Person mit Führungsaufgaben selbst adoptiert wurde, nicht aber, wenn ihn allein dessen Ehegatte angenommen hat (§ 1770 Abs. 1 Satz 2

1 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 86; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 44.

2 So auch BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 86; a.A. *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 87.

3 *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 71; a.A. *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 83 a.E.

4 *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

BGB)¹. Von § 15a WpHG nicht erfasst sind **Stiefkinder einer Person mit Führungsaufgaben**, denn diese sind mit dem Ehegatten verwandt, nicht aber mit der Führungsperson². Diese Sichtweise hat der Gesetzgeber mit dem durch das FRUG eingeführten § 33b Abs. 2 Nr. 2 WpHG bestätigt. Dieser nimmt auf § 15a Abs. 3 Satz 1 WpHG Bezug und ergänzt ihn ausdrücklich um minderjährige Stiefkinder. Das Merkmal „**im selben Haushalt**“ ist nur dann erfüllt, wenn die Verwandten sich mit der Führungsperson tatsächlich eine Wohnung oder ein Haus teilen, nicht aber, wenn sie im selben Haus verschiedene Wohnungen bewohnen³. Es muss eine Wohn- und Wirtschaftsgemeinschaft bestehen⁴. Ist der Verwandte im Haushalt der Führungsperson mit Erst- oder Zweitwohnsitz gemeldet, reicht dies aus⁵. Wurde die Meldung versäumt, kann dennoch eine Wohn- und Wirtschaftsgemeinschaft bestehen, denn der melderechtliche Wohnsitz ist keine zwingende Voraussetzung für § 15a WpHG.

- 51 Die Mitteilungspflicht trifft die **Angehörigen selbst**, nicht die Person mit Führungsaufgaben⁶ (und zwar selbst dann, wenn sie sich der Führungsperson als Vertreter bedienen). Dies ergibt sich nicht nur aus dem Wortlaut von § 15a Abs. 1 Satz 2 WpHG, sondern findet auch in den Gesetzesmaterialien Ausdruck⁷. Die eigenständige Mitteilungspflicht für die Angehörigen ist rechtspolitischer Kritik ausgesetzt⁸. Da die Erfassung der Angehörigen nur dazu diene, Umgehungen durch die Person mit Führungsaufgaben zu verhindern, sollten von Angehörigen getätigte Transaktionen besser der Führungsperson zugerechnet werden, die diese dann zu melden habe. Für eine solche Lösung, die etwa in s. 328 des britischen Companies Act 1985 gewählt wurde⁹, spricht sicherlich der Umstand, dass die Führungsperson im Vergleich zu den Angehörigen regelmäßig die größere Professionalität und damit Rechtskunde besitzen dürfte. Die Angehörigen, die unabhängig von der Führungsperson Transaktionen tätigen, werden häufig keine Kenntnis von der Tatsache haben, dass sie einer Mitteilungspflicht unterliegen. Aber auch die Alternativlösung, wonach man die Transaktionen der Angehörigen der Führungsperson zurechnet, ist mit praktischen Schwierigkeiten verbunden. Diese muss überhaupt Kenntnis von den Transaktionen der Angehörigen erlangen. Ob die Alternativlösung daher letztlich der Gesetz gewordenen Lösung überlegen ist, erscheint zweifelhaft. Es hat daher Sinn, zunächst einmal Erfahrungen mit dem nun vorgeschriebenen Modell zu sammeln. Außerdem müsste man die im Moment auf nationaler Ebene geführte rechtspolitische Debatte auf die Gemeinschaftsebene verlagern, denn Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie ordnet ebenfalls eine eigenständige Verpflichtung der Angehörigen zur Mitteilung an. Damit lässt sich die Alternativlösung nur über die Änderung der Marktmissbrauchsrichtlinie erreichen.
- 52 Fraglich ist, ob die Führungspersonen eine (Mit-)Verantwortung dafür tragen, dass die mitteilungspflichtigen Angehörigen ihrer Meldepflicht nachkommen. Diese Frage ist insbesondere für die Bußgeldvorschriften von Bedeutung (dazu unten

1 Zur Wirkung der Volljährigenadoption statt vieler *Maurer*, in: MünchKomm. BGB, 5. Aufl. 2008, § 1770 Rz. 2 ff.

2 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 437 f.

3 *Schwintek*, *Anlegerschutzverbesserungsgesetz*, S. 53; *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29 (33).

4 So auch BaFin, *Emittentenleitfaden* 2009, S. 86.

5 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 447.

6 Ebenso *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 42.

7 Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 10.

8 *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226); *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649 (656); *Letzel*, BKR 2002, 862 (865). S. auch *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 109.

9 Dazu etwa *Palmer's Company Law*, ed. by Morse, loose leaf, para. 8.710.

Rz. 129 ff.). Ein Teil des Schrifttums sieht die Führungspersonen auf Grund der allgemeinen **gesellschaftsrechtlichen Organpflichten** als verpflichtet an, organisatorische Maßnahmen zu ergreifen, um sicherzustellen, dass die mitteilungspflichtigen Personen um die Meldepflicht wissen und dieser nachkommen¹. Grundsätzlich ist es Aufgabe der betroffenen Personen selbst, sich um ihre öffentlich-rechtlichen Pflichten zu kümmern. Der Emittent trägt keine organisatorische Verantwortung für die Angehörigen seiner Führungspersonen. Die Angehörigen der Führungsperson oder gar von Angehörigen abhängige juristische Personen sind unternehmensfremd. Gesellschaftsrechtliche Pflichten des Emittenten oder seiner Organe bestehen gegenüber diesen Personen nicht. Auch aus dem Anstellungsvertrag wird man **keine Fürsorge- oder Hinweispflichten** des Unternehmens zugunsten der Angehörigen seiner Führungspersonen annehmen können. Vielmehr sind die Führungspersonen kraft ihrer **familienrechtlichen Stellung zum Hinweis verpflichtet**. Ehegatten und Lebenspartner schulden einander Beistand aus § 1353 BGB bzw. § 2 LPartG. Dieser umfasst entsprechende Hinweispflichten auf die Mitteilungspflicht aus § 15a WpHG². Soweit es sich um die Mitteilungspflicht minderjähriger Kinder handelt, sind die Eltern kraft ihres Sorgerechts nach §§ 1626 Abs. 1, 1629 Abs. 1 BGB verpflichtet, die Belange des Kindes wahrzunehmen³. Die Führungsperson muss also darauf hinwirken, dass der andere Elternteil bei der Erfüllung der Mitteilungspflicht mitwirkt. Darüber hinaus trifft die Führungsperson keine Pflicht, andere volljährige Angehörige auf ihre kapitalmarktrechtlichen Pflichten hinzuweisen⁴. Ist die Führungsperson an einer Gesellschaft, juristischen Person oder Einrichtung beteiligt, die als „in enger Beziehung stehende Person“ nach § 15a Abs. 3 Satz 2 und 3 WpHG einzuordnen ist (dazu unten Rz. 53 ff.), kann sich aus dieser Beteiligung im Einzelfall eine eigenständige **gesellschaftsrechtliche Hinweispflicht** an diese Gesellschaft, juristische Person oder Einrichtung ergeben, dass diese mitteilungspflichtig ist.

Um Umgehungen zu verhindern, erfasst der Tatbestand der „in enger Beziehung stehenden Personen“ auch in- und ausländische⁵ **Gesellschaften, juristische Personen und sonstige Einrichtungen**, die von der Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörigen im weitesten Sinne abhängig sind. Es ist zu begrüßen, dass die Durchführungsrichtlinie die Umgehungen ausdrücklich angesprochen hat und die nationalen Gesetzgeber damit verpflichtete, diese Frage zu normieren. Gerade § 15a WpHG a.F. hatte gezeigt, welche Schwierigkeiten es bereitet, wenn die Umgehungsfrage nicht deutlich geregelt ist⁶. Allerdings ist die gesetzliche Formulierung misslungen. § 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG erfasst juristische Personen, bei denen die Führungspersonen oder die zu ihnen in enger Beziehung stehenden Personen Führungsaufgaben wahrnehmen (sog. **Doppelmandate**). Unter § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG fallen juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Führungsperson oder zu ihr in enger Beziehung stehenden Person kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen. Die Formulierung wurde bereits einmal nachgebessert (s. oben Rz. 4). Diese Nachbesserung war nicht ausreichend. Man hätte die in Satz 2 enthaltene Formulierung durchaus auch noch in Satz 3 unterbringen können. Mit ihrem derzeitigen Wortlaut erweckt die

1 Klawitter, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 120.

2 So jetzt auch Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 111.

3 So jetzt auch Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 111.

4 Ebenso Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 111.

5 Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 96.

6 Zu diesen Sethe 3. Aufl. des Kommentars § 15a Rz. 42 m.w.N.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Norm den falschen Eindruck, die Übernahme von Führungsaufgaben sei nur bei juristischen Personen erfasst, nicht aber auch bei Gesellschaften und sonstigen Einrichtungen¹. Das Gegenteil ist der Fall, wie Art. 1 Nr. 2 lit. d der Durchführungsrichtlinie zeigt². Bei der Richtlinie ist es gelungen, alle Umgehungsmöglichkeiten in einem einzigen, klaren Satz zusammenzufassen, den der deutsche Gesetzgeber einfach nur hätte abschreiben müssen. Anhaltspunkte dafür, dass der deutsche Gesetzgeber die Richtlinie bewusst nicht umsetzen wollte, fehlen. Folglich ist von einem Redaktionsversehen auszugehen und Satz 2 ist richtlinienkonform auszulegen.

- 54 Mitteilungspflichtig sind juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, wenn sie
- von einer Person mit Führungsaufgaben oder von einer in enger Beziehung zur Führungsperson stehenden (natürlichen) Person geleitet werden (§ 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG),
 - wenn sie direkt oder indirekt von einer Person mit Führungsaufgaben oder von einer in enger Beziehung zur Führungsperson stehenden (natürlichen) Person kontrolliert werden (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1 WpHG),
 - wenn sie zugunsten einer solchen Person gegründet wurden (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 2 WpHG) oder
 - wenn sich ihre wirtschaftlichen Interessen weitgehend mit denen einer Person mit Führungsaufgaben oder einer in enger Beziehung zur Führungsperson stehenden (natürlichen) Person decken (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 3 WpHG).
- 55 Die weite gesetzliche Formulierung, wonach jede juristische Person mitteilungspflichtig ist, bei der die Führungsperson maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsführung ausüben kann, erfasst auch den Emittenten selbst, da die Führungsperson gerade diesen leitet. Der Tatbestand des § 15a WpHG enthält damit gleichsam einen „Zirkelschluss“, da nicht nur die Führungspersonen des Emittenten, sondern auch der die Directors'-Dealings-Pflichten auslösende Emittent selbst mitteilungspflichtig würde. Der Emittent würde als eine zum eigenen Vorstand „in enger Beziehung stehende Person“ eingeordnet und müsste dann Geschäfte in eigenen Aktien, Optionen etc. melden. Dies ist erkennbar nicht der Zweck der Zurechnungsnorm des § 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG. Mit den Tatbestandsmerkmalen „juristische Person“ bzw. „Gesellschaft“ ist also **ein anderes Unternehmen als der Emittent** gemeint³. Der Emittent gilt also nie als eine in enger Beziehung stehende Person i.S. des § 15a Abs. 3 Satz 2 und 3 WpHG. Dies hat auch Konsequenzen für eine weitere Fallgestaltung. Ist die Person mit Führungsaufgaben nicht nur beim Emittenten (z.B. Vorstand), sondern gleichzeitig auch noch bei einem anderen Unternehmen Organmitglied (z.B. Auf-

1 So auch *Escher-Weingart/Hannich*, NZG 2005, 922 (923); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 46.

2 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 96. So im Ergebnis auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 46, 48, der allerdings darauf hinweist, dass der anknüpfende Bußgeldtatbestand in diesem Fall wegen Art. 103 Abs. 2 GG nicht eingreifen könne. *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 462 f., 484, lehnt dagegen wegen des Analogieverbots die richtlinienkonforme Auslegung ab und übersieht damit aber die Möglichkeit einer gespaltenen Auslegung (s. oben Rz. 29). A.A. auch *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 73, der unter Hinweis auf den anknüpfenden Bußgeldtatbestand und das Analogieverbot die Wortlautgrenze als maßgeblich ansieht.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 87; *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 54; *Seibt/Bremkamp*, AG 2008, 469 (475).

sichtsratsmitglied), muss der Emittent die Wertpapiergeschäfte in Aktien des anderen Unternehmens nicht mitteilen¹.

Nimmt man diese Aufzählung wörtlich, gewinnt § 15a WpHG einen ungeheuer weiten Anwendungsbereich. Ziel der Vorschrift war es, Umgehungen der Mitteilungspflicht zu verhindern. Es ist daher eine **einschränkende Auslegung** geboten, um den Anwendungsbereich auf das notwendige Maß zu begrenzen². Um Kriterien für eine solche Auslegung zu gewinnen, kann man sich an dem Vorschlag von CESR orientieren, auf den die Regelung zurückgeht. Er hat folgenden Wortlaut: „Furthermore, all trusts, companies and other legal persons are subject to the disclosure requirements, if a person discharging managerial responsibilities within an issuer, or a person closely associated with him, has the power to manage its business or to materially influence its management decisions“³. Diese Stellungnahme macht deutlich, dass solche Gestaltungen erfasst sein sollten, in denen die Führungsperson oder ihre Angehörigen bei einer Gesellschaft oder einer sonstigen Einrichtung die **Geschäftsführungsbefugnis** zusteht, in denen sie die **Entscheidungen** dieser Gesellschaft oder Einrichtung maßgeblich **beeinflussen** oder sie **wirtschaftliche Vorteile ziehen** können. Es ist daher zu begrüßen, dass die BaFin den Tatbestand des § 15a Abs. 3 Satz 2 und 3 WpHG nicht wörtlich versteht, sondern zu seiner Einschränkung eine zweistufige Prüfung vornimmt⁴. Im ersten Schritt wird festgestellt, ob die Führungsperson oder die zu ihr in enger Beziehung stehende Person an der anderen juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung derart beteiligt ist, dass sie die Möglichkeit hat, deren Entscheidungen zu beeinflussen oder wirtschaftliche Vorteile aus der Beteiligung zu ziehen. Dies bejaht die BaFin, wenn der Führungsperson oder einer ihr nahe stehenden natürlichen Person mindestens 50 % der Gesellschaftsanteile, der Stimmrechte oder der Gewinne zugerechnet werden können⁵. Nur in diesem Fall entfalten nämlich die Geschäfte der anderen juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung die in § 15a WpHG vorausgesetzte Indikatorwirkung. Erst in einem zweiten Schritt wird dann geprüft, ob die Führungsperson oder die zu ihr in enger Beziehung stehende Person die andere juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung leitet, diese direkt oder indirekt kontrolliert, diese zugunsten der Führungsperson oder der zu ihr in enger Beziehung stehenden Person gegründet wurde oder sich die wirtschaftlichen Interessen weitgehend mit denen einer Person mit Führungsaufgaben oder einer zu dieser in enger Beziehung stehenden Person decken. Im Folgenden werden die Einzelheiten zu diesem zweiten Schritt angesprochen:

Andere, vom Emittenten verschiedene in- oder ausländische juristischen Personen, Gesellschaften (z.B. Personenhandelsgesellschaften oder Gesellschaften bürgerlichen Rechts) oder Einrichtungen (z.B. Stiftungen, Trusts) gelten als in enger Beziehung stehend, wenn sie von einer Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörigen

1 So noch ausdrücklich Entwurf des Emittentenleitfadens (Teil 2) vom 9.10.2008, S. 48 (www.bafin.de); in der endgültigen Fassung vom 28.4.2009 ist dieses Beispiel nicht mehr abgedruckt; *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 54.

2 Ebenso OLG Stuttgart v. 17.11.2010 – 20 U 2/10, *Juris* Rz. 698 (insoweit nicht abgedruckt in AG 2011, 93); BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 87; *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 54.

3 *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003, Rz. 44.

4 Zum Folgenden BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 87 f. Kritisch zu diesem Konzept *Zimmer/Osterloh*, in: *Schwark/Zimmer*, § 15a WpHG Rz. 75, 82.

5 Zustimmend OLG Stuttgart v. 17.11.2010 – 20 U 2/10, *Juris* Rz. 699 (insoweit nicht abgedruckt in AG 2011, 93); kritisch dagegen *Pfüller*, in: *Fuchs*, § 15a WpHG Rz. 106.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

geleitet werden (§ 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG), diese also die Stellung eines Organs im formellen oder materiellen Sinne innehat¹. Der Tatbestand ist damit extrem weit, da Doppelmandate und zahlreiche Konzernstrukturen erfasst werden, bei denen eine Person zwar eine Führungsaufgabe wahrnimmt, aber keinen wirtschaftlichen Vorteil aus den Aktiengeschäften dieser Gesellschaften bzw. Einrichtungen zieht. Daher ist der Tatbestand deutlich zu großzügig formuliert und bedarf der in Rz. 56 beschriebenen einschränkenden Auslegung².

- 58 Weiterhin erfasst ist die Konstellation, dass die Person mit Führungsaufgaben oder eine zu ihr in enger Beziehung stehende Person die in- oder ausländische juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung **direkt oder indirekt kontrolliert**. Ausreichend ist die bloße Möglichkeit der Kontrolle³. Als „in enger Beziehung stehende Personen“ kommen nur natürliche Personen in Betracht, wie die Klarstellung des Wortlauts von § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG ergibt. Eine solche Kontrolle wird über das Stimmrecht, über das Recht zur Entsendung/Abberufung von Organmitgliedern oder durch einen Beherrschungsvertrag ermöglicht⁴. Eine Kontrolle ist nur dann gegeben, wenn die Personen mit Führungsaufgaben oder deren Angehörige allein oder zusammen die Mehrheit der Stimmen der Mitgliederversammlung der juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung kontrollieren. Da eine Vielzahl von Gestaltungen denkbar ist, in denen eine Person mit Führungsaufgaben oder ihre Familie über die Stimmrechte auf indirekte Weise verfügen kann, wird man *mutatis mutandis* auf die Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG zurückgreifen müssen⁵. Gerade bei einer mehrstufigen Konstruktion ist letztlich entscheidend, ob die natürliche Person/die natürlichen Personen an der Spitze der Konstruktion die Kontrollmehrheit besitzen. Eine Ansicht im Schrifttum will statt dessen an die § 1 Abs. 8 KWG, § 290 HGB anknüpfen⁶. Dabei wird jedoch zum einen verkannt, dass auch § 22 WpHG an § 290 HGB anknüpft. Zum anderen muss berücksichtigt werden, dass die Vorschrift des § 22 WpHG – genau wie § 15a WpHG – gerade die anlassbezogene Publizität regelt und daher in ihrem Anwendungsbereich bewusst über die Konsolidierungsvorschrift des § 290 HGB hinausgeht.
- 59 Weiterhin von § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG erfasst ist der Fall, dass eine juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung **zugunsten der Personen mit Führungsaufgaben oder einer ihr nahe stehenden Person gegründet** wurde⁷. Dieser Fall wird häufig einhergehen mit der Innehabung einer Organstellung oder der Kontrolle der Stimmrechte, so dass es sich letztlich bei der Aufnahme dieser Gestaltung um eine Klarstellung handeln dürfte, um Umgehungen zu verhindern⁸.

1 Die Neufassung des § 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG durch das Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts (s. oben Rz. 4) hat den missverständlichen (dazu *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 [34]) Begriff „Leitungsaufgaben“ durch den Begriff „Führungsaufgaben“ ersetzt und damit klargestellt, dass es sich um Organe im formellen und materiellen Sinne handelt.

2 Ebenso *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 [34]; *Bode*, AG 2008, 648 ff.

3 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 102.

4 *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 55.

5 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 103, will – wenn die von der Führungsperson kontrollierte Gesellschaft börsennotiert ist – auf § 29 WpÜG abstellen.

6 *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 80 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 101.

7 Zur Holdinggesellschaft als reziproker Familienpool *Mutter*, DStR 2007, 2013 ff.

8 Ebenso die Einschätzung von *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 104.

Abschließend erwähnt ist schließlich die Konstellation, in der die Personen mit Führungsaufgaben oder deren Angehörige zwar keine irgendwie geartete Kontrolle über die juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung ausüben, ihnen aber die **wirtschaftlichen Vorteile** von Geschäften zugute kommen, die die juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung in Aktien des Emittenten tätigt. Beispiel hierfür sind Trusts, Stiftungen, die einen nennenswerten Teil der Erträge an die Familie der Führungsperson ausschütten, oder Spezial-Sondervermögen nach §§ 2 Abs. 3, 91 ff. InvG (zu natürlichen Personen als Treuhänder s. unten Rz. 92). Gemeinnützige Einrichtungen oder Gesellschaften sind dagegen ausgenommen, da die Führungsperson oder ihre Angehörigen keine wirtschaftlichen Vorteile ziehen können¹.

Die Übertragung der Aktien aus dem Privatvermögen der Führungsperson auf eine ihr nahe stehenden Person oder auf eine Gesellschaft, juristische Person oder Einrichtung i.S. des § 15 Abs. 3 WpHG ist nicht meldepflichtig. Nach § 15a WpHG sollen nur Geschäfte gemeldet werden, bei denen sich der Meldepflichtige dauerhaft von den Aktien trennt oder diese nicht nur vorübergehend erwirbt (s. unten Rz. 77). Bei der vorliegenden Konstellation verlassen die Aktien aber die Vermögenssphäre der meldepflichtigen Person nicht (s. unten Rz. 95).

d) Dritte

Da der Katalog der mitteilungspflichtigen Personen **abschließend** ist, unterliegen sonstige, in § 15a Abs. 2, 3 WpHG nicht genannte Personen **keiner eigenständigen Meldepflicht**, selbst wenn sie wirtschaftlich auf Rechnung der Person mit Führungsaufgaben oder seiner Angehörigen handeln (z.B. Treuhänder, Vermögensverwalter, s. unten Rz. 92)². Die Mitteilungspflicht trifft in diesen Fällen immer nur die Person mit Führungsaufgaben selbst oder die mit ihr in enger Beziehung stehenden Personen.

3. Mitteilungspflichtige Geschäfte

a) Aktien oder sich darauf beziehende Finanzinstrumente

aa) Überblick

Die Mitteilungspflicht wird ausgelöst, wenn eine der erfassten Personen eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten (§ 2 Abs. 2b WpHG), insbesondere Derivaten (§ 2 Abs. 2 WpHG), vornimmt. Während der Diskussionsentwurf und der Regierungsentwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz noch den Erwerb oder die Veräußerung sämtlicher Arten von Wertpapieren des Emittenten als mitteilungspflichtig ansahen³, beschränkte der Finanzausschuss die Art der meldepflichtigen Transaktionen auf Aktien, Wertpapiere mit Umtauschrecht in Aktien, Erwerbs- und Veräußerungsoptionen auf Aktien sowie Rechte, deren Preis vom Börsenpreis der Aktien des Emittenten abhängt. Der Finanzausschuss wollte mit dieser Einschränkung des Kreises meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte eine Konzentration auf solche Wertpapierarten erreichen, die die

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 87; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 50; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 107; kritisch hierzu *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 11.

2 Rundschreiben der BaFin vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 43.

3 DiskE, ZBB 2001, 398, 425, und RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Entwicklung des Unternehmens unmittelbar widerspiegeln¹. Gewöhnliche Schuldverschreibungen sind hierfür nur höchst selten geeignet². An dieser einschränkenden Linie hält auch Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie und damit § 15a WpHG i.d.F. des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes fest.

- 64 § 15a Abs. 1 WpHG bezieht sich ausdrücklich nur auf Transaktionen in Aktien und sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten des Emittenten, **nicht** aber auch auf Transaktionen in derartigen Papieren oder Rechten des **Mutterunternehmens oder eines Schwester-, Tochter- oder Enkelunternehmens** des Emittenten³. Dies ist rechtspolitisch sicherlich zu bedauern⁴, doch kann man diese bewusste Entscheidung des Gesetzgebers nicht durch eine Analogie oder den Hinweis auf eine Umgehung des § 15a Abs. 1 WpHG überwinden⁵. Denn angesichts der Vielzahl der in einem Konzern denkbaren Sachverhaltskonstellationen wird man schwerlich eine gemeinsame Analogiebasis finden. Eine Erweiterung des Anwendungsbereichs des § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG ist und bleibt Aufgabe des Gesetzgebers.

bb) Aktien

- 65 Erfasst sind zunächst Aktien des Emittenten. Es kommt nicht darauf an, um welche Aktiengattung es sich handelt. Auch wird nicht verlangt, dass gerade die Aktiengattung, die die Führungsperson erworben oder veräußert hat, zum Börsenhandel zugelassen ist⁶. Sind beispielsweise nur Stammaktien des Emittenten an der Börse zugelassen, ist eine Person mit Führungsaufgaben, die Vorzugsaktien ohne Stimmrecht veräußert, dennoch mitteilungspflichtig⁷.

cc) Sich auf Aktien beziehende Finanzinstrumente

- 66 Die Mitteilungspflicht wird weiterhin durch Transaktionen in solchen Finanzinstrumenten ausgelöst, die sich auf Aktien des Emittenten beziehen. Mit dieser Formulierung sind Finanzinstrumente gemeint, deren **Preis unmittelbar oder mittelbar von dem der Aktien abhängt**. Das Gesetz betont, dass insbesondere auch Derivate erfasst sind, also alle als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestalteten Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar vom Börsen- oder Marktpreis der Aktien des Emittenten abhängt (§ 2 Abs. 2 WpHG). Es spielt keine Rolle, ob der Emittent die sich auf seine Aktien beziehenden Finanzinstrumente selbst begeben hat oder ob sie von dritter Seite emittiert wurden⁸.
- 67 Als sich **unmittelbar** auf Aktien beziehende Finanzinstrumente erfasst sind Rechte auf den Bezug von Aktien, also alle Wertpapiere und -rechte, bei denen Gläubigern

1 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 20.3.2002, BT-Drucks. 14/8600, S. 67, sowie Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18 f.

2 Zu bedenken ist allerdings, dass sich Schuldverschreibungen für den Insiderhandel eignen und daher die Vorbeugefunktion des § 15a WpHG betroffen sein könnte, so offenbar auch Teilnehmer des ZHR-Symposiums zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, vgl. *Bitter*, Diskussionsbericht, ZHR 167 (2003), 216 (221).

3 A.A. offenbar *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 53 a.E.

4 Ebenso *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (475 f.).

5 *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (475 f.).

6 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 88; *Oulds*, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.277.

7 So auch *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2008, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 6 (= S. 781). Anders offenbar *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1099).

8 *Letzel*, BKR 2002, 862 (867); *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 5 a.E.

ein Umtauschrecht auf Aktien des Emittenten eingeräumt wird. Unter den Tatbestand zu subsumieren sind damit **Wandelanleihen** und **Wandelgenussrechte**, gleichgültig, ob sie vom Emittenten oder von einem Dritten ausgegeben werden¹. Erfasst sind **Optionsscheine**, unabhängig davon, ob sie verbrieft sind, und unabhängig davon, ob der Optionsschein noch mit der Anleihe verbunden ist oder nicht². Der Tatbestand erstreckt sich auf die **Call- und die Put-Option**. Es ist gleichgültig, ob die Option nur zum tatsächlichen Kauf bzw. Verkauf der Aktien (physical delivery) oder zum Bezug des Differenzbetrags berechtigt. **Nicht erfasst** werden dagegen reine **Schuldverschreibungen**³. Bei **Genussrechten** hängt die Anwendung des Tatbestands von ihrer Ausstattung ab. Aktienähnliche Genussrechte unterfallen der Bestimmung, da ihr Preis auf Grund ihrer aktienähnlichen Ausgestaltung zumindest mittelbar vom Preis der Aktien abhängt, während obligationsähnliche Genussrechte nicht erfasst sind.

Unternehmen räumen ihrer Geschäftsleitung immer häufiger anstelle von Aktienoptionsprogrammen schuldrechtliche Ansprüche auf den Gewinn ein, der mit der Ausübung einer Option („**stock appreciation rights**“) oder mit dem Verkauf von Aktien des Emittenten („**phantom stock plans**“) verbunden gewesen wäre⁴. Da es sich lediglich um schuldrechtliche Ansprüche handelt, wird diese Zusage gesellschaftsrechtlich als börsenbezogene Tantieme beurteilt⁵. Kapitalmarktrechtlich handelt es sich um Derivate i.S. des § 2 Abs. 2 WpHG⁶, d.h. um Kontrakte mit herausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt, deren Börsen- und Marktpreis unmittelbar vom Preis der Aktien des Emittenten abhängt. Sie werden in bar ausgeglichen. Für die Bejahung eines Derivats ist eine Verbriefung keine zwingende Voraussetzung. Sie müssen auch nicht selbst börsennotiert sein; ausreichend ist, dass das underlying börsennotiert ist (§ 2 Abs. 2 WpHG).

Deshalb fallen auch bloße **schuldrechtliche Vereinbarungen** unter den Derivatebegriff⁷, wie Art. 1 Nr. 3 Spiegelstrich 7 Marktmissbrauchsrichtlinie zeigt. Dennoch will sie ein Teil des Schrifttums ausnehmen. Die Argumentation ist dabei höchst unterschiedlich. Die BaFin meint, es handele sich nicht um Finanzinstrumente, be-

1 Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1225); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 30.

2 So bereits zu § 15a WpHG a.F. der Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18 f.; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1225).

3 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 31; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 169; *Oulds*, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.278.

4 Einzelheiten zu derartigen „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ bei *Baums*, Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, in: FS Claussen, 1997, S. 3, 6; *Feddersen*, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarktrechtlicher und steuerlicher Sicht, ZHR 161 (1997), 269 (285 f.); *Hoffmann-Becking*, Gestaltungsmöglichkeiten bei Anreizsystemen, NZG 1999, 797 (801); *Holzborn*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 54 Rz. 13 ff.; *Weiß*, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, 1999, S. 21, 57.

5 *Hoffmann-Becking*, NZG 1999, 797 (801); *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1821).

6 Oben *Assmann*, § 2 Rz. 40, § 12 Rz. 16. So auch noch ausdrücklich der Entwurf des Emittentenleitfadens vom 22.12.2004, S. 13, 67; im Ergebnis auch *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 14 a.E.; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 169. Der Leitfaden 2009, S. 29, nimmt sie ohne Begründung aus dem Kreis der Insiderpapiere aus; es handele sich nicht um Finanzinstrumente. So auch *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 37, und *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 39. Offen gelassen bei *Engelhart*, AG 2009, 856 (859 Fn. 31).

7 Ausdrücklich *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 14 WpHG Rz. 14.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

gründet dies aber nicht weiter¹. Im selben Atemzug werden aber clickoptions als Derivate eingeordnet, bei denen es sich ebenfalls um außerbörslich vereinbarte Rechte handelt, die sich auf börsennotierte underlyings beziehen. Die Ansicht der BaFin ist daher widersprüchlich. Entscheidend ist, dass dem Inhaber der „stock appreciation rights“ und der „phantom stock plans“ das Recht auf Zahlung einer Geldsumme eingeräumt wird, wenn das underlying eine bestimmte Schwelle erreicht oder überschreitet. Eine andere Ansicht verneint den für Derivate notwendigen hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt², da lediglich eine Schuldverschreibung zurückgezahlt werde. Zum einen entspricht dies nicht der gängigen Ausgestaltung der „stock appreciation rights“ und „phantom stock plans“. Zum anderen wird übersehen, dass die Vorschrift des § 12 Satz 1 Nr. 3 WpHG dazu diene, Art. 9 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie umzusetzen, der wiederum Art. 1 Nr. 3 dieser Richtlinie in Bezug nimmt. Dort sind Kauf- und Verkaufsoptionen auf alle unter diese Kategorien fallenden Instrumente *einschließlich gleichwertiger bar abgerechneter Instrumente* erfasst. Dieser Tatbestand ist vorliegend gegeben, denn die Gesellschaft zahlt gerade die Kursdifferenz, die zwischen der Zuteilung der virtuellen Aktien und dem späteren Einlösungstichtag entsteht (phantom stocks), oder bildet Optionsprogramme nach (stock appreciation rights), bei denen sich der Zahlungsanspruch an der Kursdifferenz zwischen dem festgelegten Ausgangskurs und dem späteren tatsächlichen Börsenkurs orientiert³. Eine weitere Ansicht stellt darauf ab, dass es sich bei den „stock appreciation rights“ und den „phantom stock plans“ um besondere Ausprägungen einer Tantiemevereinbarung handle⁴. Hiergegen ist einzuwenden, dass auch die „echten“ Optionen Teil der Entlohnung und damit tantiemeähnlich sind. Für die Qualifikation als Finanzinstrument kommt es nicht darauf an, warum ein Recht eingeräumt wird, sondern nur auf dessen inhaltliche Ausgestaltung. Dies zeigt sich gerade auch daran, dass § 15a WpHG strikt die Frage des Anwendungsbereichs und der Ausnahme für arbeitsrechtliche Gestaltungen getrennt hatte (s. unten Rz. 83 f.). Wieder andere meinen, mangels Einwirkungspotential auf die geschützte Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes seien „stock appreciation rights“ und „phantom stock plans“ insiderrechtlich unproblematisch und daher nicht vom Begriff des Insiderpapiere erfasst⁵. Gerade die Einführung von § 12 Satz 1 Nr. 3 WpHG diene jedoch dazu, auch solche Gestaltungen zu erfassen, in denen der durch Insiderinformationen erlangte Wissensvorsprung über schuldrechtliche Gestaltungen gewinnbringend genutzt wird⁶. Im Übrigen verkennet diese Ansicht, dass es bei § 15a WpHG nicht auf Insiderpapiere ankommt, sondern die Norm an § 2b WpHG anknüpft. „Stock appreciation rights“ und „phantom stock plans“ unterfallen daher grundsätzlich § 15a

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 29; ebenso Assmann 4. Aufl. des Kommentars § 12 Rz. 16; Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 134; Riedl, Transparenz, S. 49; auch noch Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, 2. Aufl. 2007, § 12 WpHG Rz. 4, § 15a WpHG Rz. 4 Fn. 23 (in der aktuellen Auflage wird diese Frage nicht mehr separat angesprochen, sondern allein die Frage nach der Ausnahme für den Erwerb auf arbeitsvertraglicher Basis).

2 Klasen, AG 2006, 24 (28).

3 Holzborn, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 54 Rz. 13.

4 Lenenbach, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.91 ff., 13.370. Ebenso Schäfer, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 2 WpHG Rz. 18, § 14 WpHG Rz. 14, der sich auf den Emittentenleitfaden stützt, der seinerseits aber – wie dargelegt – gerade eine andere Begründung liefert.

5 Hagen-Eck/Wirsch, DB 2007, 504; Klasen, AG 2006, 24 (28); von Dryander/Schröder, WM 2007, 534 (535 f.). Ebenso Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729 (730) (allerdings mit der wichtigen Einschränkung, dass die Zuteilung und Ausübung der Rechte vorab festgelegt sein müssten). Im Ergebnis auch noch Casper, WM 1999, 363 (369 f.), unter zutreffendem Hinweis auf die damals andere Rechtslage, wonach das Derivat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sein musste (§ 12 Abs. 2 Satz 1 a.E. WpHG).

6 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 29.

Abs. 1 WpHG¹; werden sie auf arbeitsvertraglicher Grundlage gewährt, greift die unten Rz. 84 geschilderte Ausnahme ein.

Bei der Bestimmung des Kreises der sich **mittelbar** auf Aktien beziehenden Finanzinstrumente geht die BaFin zu Recht davon aus, dass nur solche Finanzinstrumente gemeint sein können, deren Preis überwiegend von dem der Aktien des Emittenten abhängt². Aktienanleihen fallen damit unter den Tatbestand³, denn deren Kurs hängt von dem der Aktie ab, da der Emittent am Ende der Laufzeit wählen kann, ob er den Nominalbetrag plus Zinsen oder eine zuvor festgelegte Zahl von Aktien plus Zinsen ausbezahlt. Die BaFin will Baskets erfassen, wenn der Anteil der Aktien des Emittenten die Grenze von 50 % überschreitet⁴. Bei Finanzinstrumenten, deren Bezug auf die Aktien des Emittenten variieren kann, kommt es auf den Zeitpunkt der Transaktion an. Nicht erfasst sind dagegen **Investmentanteile**⁵, selbst wenn die Kapitalanlagegesellschaft in Aktien des Emittenten investiert, da auf Grund der gesetzlich vorgeschriebenen Diversifikation kein Einzelwert im Fonds die 50 %-Grenze erreichen wird. Aus den gleichen Überlegungen, die für Investmentanteile gelten, sind auch **Indexprodukte** nicht erfasst⁶. Gegen die von der BaFin bejahte Unterscheidung zwischen Finanzinstrumenten, die sich unmittelbar auf die Aktien des Emittenten beziehen, und solchen, die sich nur mittelbar darauf beziehen (also unter der 50 %-Schwelle liegen), wendet sich ein Teil des Schrifttums mit dem Argument, eine solche Grenze finde keinerlei Anhaltspunkt in den einschlägigen Richtlinien⁷. Zum einen ist diese Ansicht in sich widersprüchlich, denn sie bejaht ohne Weiteres, dass Baskets und Indexzertifikate aus dem Anwendungsbereich fallen, wenn die Aktien im Basket bzw. Index kein „erhebliches Gewicht“ haben; es fehle ein „Bezug zu den Aktien“. Damit nimmt diese Ansicht faktisch auch eine Unterscheidung zwischen Finanzinstrumenten mit und ohne *unmittelbare* Bezug zu den Aktien des Emittenten vor. Zum anderen vermag diese Ansicht nicht zu erklären, wie man den an sich uferlosen Anwendungsbereich des Tatbestandsmerkmals „sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten“ anders eingrenzen kann.

b) Begriff des eigenen Geschäfts

aa) Schuldrechtliches oder dingliches Geschäft

Die Mitteilungspflicht wird ausgelöst, sobald eine der erfassten Personen eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten-

1 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 30; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 169; auch noch *Fischer zu Cramburg*, in: Heidel, *Anwaltkommentar Aktienrecht*, 1. Aufl. 2003, § 15a WpHG Rz. 3.

2 BaFin, *Emittentenleitfaden* 2009, S. 88 f.

3 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 169. Bei § 15a Abs. 1 WpHG a.F. verneinte *Zimmer*, in: Schwark, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 3. Aufl. 2004, § 15 WpHG Rz. 15, die Anwendbarkeit; a.A. *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1818); *Fischer zu Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 28. Keine Stellungnahme zu Aktienanleihen bei *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 31 und Fn. 61.

4 BaFin, *Emittentenleitfaden* 2009, S. 89.

5 So bereits zu § 15a WpHG a.F. das Rundschreiben der BaFin vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002.

6 So jetzt auch *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 170; *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 37.

7 *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 38.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

ten, insbesondere Derivaten¹, vornimmt. Der Zweck der Vorschrift spricht dafür, bereits das schuldrechtliche Geschäft² und nicht erst die dingliche Erfüllung als maßgeblichen Zeitpunkt anzusehen³. Denn ihr Ziel ist die Erhöhung der Markttransparenz. An sich wäre bereits die ernsthafte Absicht einer Veräußerung oder eines Erwerbs von Finanzinstrumenten eine für den Markt wichtige Information. Da gegen eine pre-trading disclosure erhebliche Bedenken bestehen (s. oben Rz. 17), kommt als nächstmöglicher geeigneter Anknüpfungszeitpunkt nur die **Vornahme des schuldrechtlichen Geschäfts** in Betracht. Ein Abstellen auf die dingliche Erfüllung kommt dagegen zur Erreichung größtmöglicher Markttransparenz zu spät, wenn schuldrechtliches und dingliches Geschäft gestreckt sind. Eine solche Streckung stellt im Bereich des Effektenkommissionsgeschäfts jedoch gerade den Regelfall dar⁴. Außerdem wäre eine Umgehung der Mitteilungspflicht dadurch möglich, dass die Erfüllung des Wertpapiergeschäfts auf den Zeitpunkt des Ausscheidens der Führungsperson aus dem Amt vereinbart wird⁵. Weiteres Ziel der Vorschrift ist die Verhinderung von Insidergeschäften. Die Verwertung dieses Wissens erfolgt jedoch bereits mit dem schuldrechtlichen Geschäft, nicht erst mit dem dinglichen Übertragungsakt⁶. Schließlich ist der Fall zu bedenken, dass die Person mit Führungsaufgaben Transaktionen mit inländischen Wertpapieren des Emittenten im Ausland vornimmt und nicht Eigentümer der Wertpapiere wird, sondern lediglich einen Übereignungsanspruch erwirbt (Nr. 12 Abs. 3 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte). Nur bei Maßgeblichkeit des schuldrechtlichen Geschäfts wird eine Umgehung der Mitteilungspflicht durch Verlagerung der Directors' Dealings ins Ausland verhindert⁷; würde man nämlich auf das dingliche Geschäft abstellen, könnte die Führungsperson sich stets darauf berufen, sie habe an der ausländischen Börse lediglich einen Übereignungsanspruch erworben oder veräußert. Schließlich ist ein Abstellen auf das schuldrechtliche und nicht das dingliche Geschäft auch auf Grund der Marktmissbrauchsrichtlinie geboten. Da die meisten Mitgliedstaaten kein Abstraktions- und Trennungsprinzip kennen, ergibt die richtlinienkonforme Auslegung des § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG, dass der Erwerbsvorgang mit dem Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts vorliegt. Die gegenteilige Auslegung hätte zur Folge, dass die Mitteilungspflicht innerhalb der Gemeinschaft zu unterschiedlichen Zeitpunkten ausgelöst würde. Damit aber wäre das mit der Marktmissbrauchsrichtlinie verfolgte Ziel einer Harmonisierung dieses Bereichs gerade verfehlt und eine frühzeitige Information des Marktes verhindert.

1 Sehr aufschlussreich ist der Aufsatz von *Ryser/Weber*, Hedging durch Spitzenkräfte aus börsen- und aktienrechtlicher Sicht, GesKR 2010, 296 ff., der beschreibt, wie Spitzenkräfte sich bei aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen mittels (privater) Hedging-Transaktionen der Aktienkursrisiken entledigen, die mit diesen Vergütungsinstrumenten verbunden sind.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 89. Ebenso von *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2137); *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (35); *Fischer zu Cramburg/Royé*, in: *Heidel*, § 15a WpHG Rz. 4; *Pluskat*, Finanz-Betrieb 2004, 219 (221); *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1099); *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (474); *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1818 f.); *Zimmer/Osterloh*, in: *Schwark/Zimmer*, § 15 WpHG Rz. 39.

3 So aber wohl *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226).

4 Zu den Einzelheiten der Erfüllung eines Kommissionsgeschäfts *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 4.45 ff.

5 Hierauf weist *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (474), zu Recht hin.

6 *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).

7 Ebenso *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).

bb) Verpflichtung zu Doppelmitteilungen?

Da die Mitteilungspflicht das schuldrechtliche Geschäft betrifft, muss das nachfolgende dingliche Geschäft **nicht nochmals** gemeldet werden, selbst wenn es dem schuldrechtlichen Geschäft zeitlich nicht unmittelbar nachfolgt¹. 72

Für den Fall, dass der schuldrechtliche Anspruch **aufschiebend bedingt** ist, wird die Ansicht vertreten, dass die Mitteilungspflicht erst zu dem Zeitpunkt ausgelöst werde, zu dem die Bedingung eintritt². Diese Ansicht würde dazu führen, dass es für die Mitteilung nicht mehr auf den Zeitpunkt des Kauf- oder Verkaufsentschlusses der Person mit Führungsaufgaben ankommt, sondern auf den zufälligen Eintritt der Bedingung. Der Informationswert für den Markt wäre deutlich geringer als bei der Mitteilung des vorangegangenen Geschäftsabschlusses, von dem die eigentliche Indikatorwirkung ausgeht. Zudem hätte es die Führungsperson bei der Vereinbarung von Potestativbedingungen in der Hand, die Mitteilungspflicht nach seinem Belieben hinauszuschieben. Daher ist bereits der unter einer aufschiebenden Bedingung stehende Geschäftsabschluss mitzuteilen³. Der Eintritt der aufschiebenden Bedingung ist nicht mehr mitteilungs pflichtig. 73

Ist ein Wertpapierkauf **auflösend bedingt**, kommt der spätere Eintritt der Bedingung einem Wiederverkauf gleich. Handelt es sich um einen Wertpapierverkauf, wirkt die Bedingung wie ein erneuter Kauf. Für den Fall, dass es sich um eine Potestativbedingung handelt, wird man eine Mitteilungspflicht annehmen müssen. Denn das Auslösen der Bedingung durch die Person mit Führungsaufgaben entfaltet die gleiche Indikatorwirkung wie ein Geschäftsabschluss. Daher ist sowohl der Geschäftsabschluss als auch der spätere Eintritt der Potestativbedingung mitteilungs pflichtig. Bei anderen als Potestativbedingungen ist dagegen nur der Geschäftsabschluss selbst mitteilungs pflichtig⁴. 74

Die für bedingte Rechtsgeschäfte geltenden Erwägungen lassen sich auch bei der Beantwortung der Frage heranziehen, ob die Rückabwicklung einer Transaktion auf Grund von **Leistungsstörungen** mitteilungs pflichtig ist. Hat die Führungsperson die Leistungsstörung vorsätzlich zu vertreten, hängt die Rückabwicklung des Geschäfts faktisch von ihrem Willen ab. Zwar wird bei Transaktionen einer Führungsperson von Leistungsstörungen keinerlei Indikatorwirkung in Bezug auf den Emittenten ausgehen. Jedoch lässt sich durch eine *vorsätzlich* herbeigeführte Leistungsstörung eine der auflösenden Potestativbedingung vergleichbare Situation herbeiführen⁵. Man wird also in dieser zugegebenermaßen recht konstruiert wirkenden Fallgestaltung verlangen müssen, dass die Rückabwicklung mitgeteilt wird, um Umgehungen 75

1 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 52; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 171; differenzierend *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (35).

2 *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819); *Engelhart*, AG 2009, 856 (858 f.).

3 Teilweise a.A. BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 102; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 54; *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 40, die nur bei Potestativbedingungen eine sofortige Meldepflicht bejahen und sonst auf den Bedingungseintritt abstellen. A.A. auch *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 120, der Geschäftsabschluss und Bedingungseintritt für meldepflichtig hält.

4 Nach *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 54 ist nur bei Eintritt der auflösenden Bedingung zu melden. Weiter BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 102 sowie *Engelhart*, AG 2009, 856 (859) und *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 40, wonach sowohl die Vornahme auflösend bedingter Geschäfte als auch der Bedingungseintritt zu melden seien; wie sich dies mit der Indikatorfunktion, also dem Zweck der Norm, verträgt, bleibt allerdings offen.

5 Ebenso jetzt *Engelhart*, AG 2009, 856 (858 Fn. 28).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

des § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG zu verhindern. In der Praxis dürfte es allerdings sehr schwierig sein, eine derartige Situation zu beweisen. In allen anderen Fällen der Leistungsstörung ist die Rückabwicklung dagegen nicht mitteilungspflichtig, da von ihr keine Indikatorwirkung in Bezug auf den Emittenten ausgeht.

- 76 Erwirbt eine Person mit Führungsaufgaben (ohne dass es sich um Vergütungsbestandteile handelt, dazu unten Rz. 83 f.) Wandelanleihen oder Optionsscheine, ist sowohl der Erwerb dieser Finanzinstrumente als auch die spätere Ausübung des Umtausch- bzw. Bezugsrechts mitteilungspflichtig¹.

cc) Art der schuldrechtlichen Geschäfte

- 77 Von der Mitteilungspflicht erfasst sind „eigene Geschäfte“ in Aktien und sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten. Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie will mit der Formulierung „Eigengeschäfte“ sämtliche auf eigener Initiative beruhende Geschäfte der Personen mit Führungsaufgaben erfassen, um die notwendige Markttransparenz zu erreichen und um Umgehungen zu verhindern. Gemeint ist jeder **schuldrechtliche Vertrag**, der darauf abzielt, die Finanzinstrumente **nicht nur vorübergehend** an einen anderen Inhaber zu übertragen. Weiterhin verlangt Art. 6 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie, dass es sich um Geschäfte **auf eigene Rechnung** der erfassten Personen handelt. Damit wird klargestellt, dass es nicht darauf ankommen kann, wer handelt, sondern für wen gehandelt wird.
- 78 Als eigenes Geschäft gilt der **Kauf und Verkauf** von Finanzinstrumenten. Dabei ist unerheblich, ob das Geschäft börslich oder außerbörslich, im In- oder Ausland erfolgt². Unerheblich ist auch, ob es auf dem Primärmarkt erfolgt (Zuteilung neuer Aktien aufgrund der Zeichnung durch eine Führungsperson)³ oder über den Sekundärmarkt abgewickelt wird. Umstritten ist, ob der Tatbestand auch **Schenkungen** einbezieht. Ein Teil des Schrifttums will Schenkungen generell aus dem Anwendungsbereich der Norm ausnehmen, da von ihnen keine Indikatorfunktion ausgehe und sie nicht auf einem aktiven Verhalten der Führungsperson beruhen⁴. Ihren Standpunkt untermauert diese Ansicht mit einem Hinweis darauf, dass auch die EU-Kommission Zweifel gehabt habe, ob Schenkungen von der Marktmissbrauchsrichtlinie erfasst seien⁵. Der Standpunkt, Schenkungen unterfielen nicht § 15a WpHG, er-

1 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 172. Ebenso in Bezug auf die Wandelanleihe *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).

2 Art. 9 Abs. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie; Rundschreiben der BaFin vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; von *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2136); *Fischer* zu *Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 29; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 177 f.; *Zimmer/Osterloh*, in: *Schwark/Zimmer*, § 15a WpHG Rz. 42; *Pfüller*, in: *Fuchs*, § 15a WpHG Rz. 121.

3 *Pfüller*, in: *Fuchs*, § 15a WpHG Rz. 122; *Riedl*, Transparenz, S. 51.

4 von *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2137); *Fischer* zu *Cramburg/Royé*, in: *Heidel*, § 15a WpHG Rz. 4; *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (35); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.370; *Oulds*, in: *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.279; *Pfüller*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Kapitalmarktinformation, § 22 Rz. 30; *Pfüller*, in: *Fuchs*, § 15a WpHG Rz. 125 ff.; *Pluskat*, Finanz-Betrieb 2004, 219 (221); *Pluskat*, BKR 2004, 467 (471); *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1099 f.); *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 55 f.; offen *Schäfer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 13.

5 Vgl. die Wiedergabe des Standpunkts der Kommission bei *The Committee of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) vom 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) vom August 2003, Rz. 80; *The Committee of Euro-*

weist sich als nicht überzeugend. Im Gegensatz zu § 15a WpHG a.F.¹ ist der Wortlaut auf sämtliche „eigenen Geschäfte“ erweitert worden. Auch Art. 6 Abs. 1 Satz 1 der Durchführungsrichtlinie erfasst „sämtliche von ihnen getätigte Geschäfte auf eigene Rechnung“. Schon der Wortlaut ist also ein starkes Indiz für eine weite Auslegung. Zwar wird man argumentieren können, dass kaum eine Führungsperson wertvolle Aktien verschenken werde. Wenn überhaupt dürfte eine Schenkung innerhalb der Familie erfolgen, etwa bei einer vorweggenommenen Erbfolge. Sicherlich kann auch eine vorweggenommene Erbfolge für den Markt eine wichtige Information darstellen. Wenn beispielsweise eine Führungsperson ihren Nachlass dergestalt regelt, dass sie ein wesentliches Aktienpaket in eine Stiftung einbringt, gibt sie damit gerade ihr Vertrauen in die Zukunft des Unternehmens zum Ausdruck. Zudem erfährt der Markt, dass dieses Paket aller Voraussicht nach künftig nicht mehr gehandelt werden wird. Die Einbringung in eine Stiftung kann ein stabilisierendes Element für die Zukunft eines Unternehmens sein. Diese Argumente betreffen jedoch nur Aktienpakete von gewisser Größe. In diesem Bereich gewährleisten bereits die §§ 21 ff. WpHG eine ausreichende Information des Marktes. Kleinere Schenkungen entfalten im Hinblick auf die Situation des Emittenten keine Indikatorfunktion. Der Umstand, dass eine Person mit Führungsaufgaben Finanzinstrumente (im Umfang unterhalb der Schwelle des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG) verschenkt, stellt daher keine für die Markttransparenz wichtige Information dar². Würde man allein diese Argumente berücksichtigen, wäre der Standpunkt der Gegenansicht überzeugend.

Entscheidend ist jedoch der Aspekt der Effektivität der Vorschrift in ihrer **Vorbeugefunktion gegen Insiderhandel** (s. oben Rz. 14). Nur wenn jede Form der Weggabe unter den Tatbestand fällt, werden Umgehungen des § 15a WpHG erschwert. Andernfalls könnten eine Führungsperson oder deren Angehörige einen Verkauf dadurch tarnen, dass sie ein Aktienpaket einer eng befreundeten Person zukommen lassen und diese es unmittelbar darauf veräußert. Da der Beweis einer subjektiven Umgehungsabsicht bei Schenkungen nur äußerst schwer zu führen sein wird, muss daher auch die Schenkung selbst mitteilungspflichtig sein, weil der Wechsel der Wertpapiere aus dem Depot der Führungsperson in ein anderes Depot ohne weiteres beweisbar ist. Auch der Erwerb von Aktien des Emittenten ließe sich über eine Schenkung „tarnen“³. Die Gegenansicht beruft sich zu Unrecht auf die Entstehungsgeschichte, die im Gegenteil den hier vertretenen Standpunkt stützt. Die EU-Kommission hatte gerade nur im Hinblick auf die *Annahme* von Schenkungen Bedenken, nicht aber auch

pean Securities Regulators, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003, Rz. 38.

1 Für die Einbeziehung von Schenkungen in den Tatbestand von § 15a WpHG a.F. Posegga, BKR 2002, 697 (698); Süßmann, in: Park, Kapitalmarktsstrafrecht, 1. Aufl. 2004, S. 667 f. Rz. 29; Sethe 3. Aufl. des Kommentars § 15a Rz. 51; wohl auch Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1226); a.A. Rundschreiben der BaFin vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 29 f.; Fischer zu Cramburg, in: Heidel, Anwaltskommentar Aktienrecht, 1. Aufl. 2003, § 15a WpHG Rz. 4; Uwe H. Schneider, AG 2002, 473 (474); Uwe H. Schneider, BB 2002, 1817 (1819); Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 2. Aufl. 2005, Rz. 1247; Zimmer, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 15a WpHG Rz. 32.

2 Uwe H. Schneider, BB 2002, 1817 (1819).

3 Wenn von Buttlar, BB 2003, 2133 (2137), darauf hinweist, dass das Insiderhandelsverbot Schenkungen nicht erfasse und daher auch die Vorbeugefunktion des § 15a WpHG nicht benötigt werde, überzeugt dies nicht, denn der geschilderte Umgehungs Sachverhalt ist ein Erwerb.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

in Bezug auf die *Weggabe* von Finanzinstrumenten im Wege der Schenkung¹. Diese sollte gerade erfasst sein. Die Mehrheit der Mitglieder von CESR teilte die Bedenken der Kommission nicht und wollte Schenkungen generell erfassen². In den nachfolgenden Beratungen tauchte dieser Meinungsunterschied – soweit ersichtlich – nicht mehr auf. Vielmehr blieb es bei dem weiten Wortlaut. Maßgebend für die Auslegung ist daher zum einen der Zweck einer Vorbeugung des Insiderhandels, und zum anderen der Umstand, dass Angehörige als Mitteilungspflichtige erfasst werden. Dies belegt, dass die EU-Kommission und der deutsche Gesetzgeber Umgehungen möglichst weitgehend verhindern wollten. Daher ist eine weite Auslegung des Tatbestandsmerkmals „Geschäfte“ geboten. Es meint auf **jedes gewillkürte Geschäft, das auf eine nicht lediglich vorübergehende Übertragung der Wertpapiere zielt**, mithin also auch auf die Annahme oder Weggabe der Finanzinstrumente im Wege der Schenkung (zur Ausnahme für Schenkungen innerhalb des Kreises der von § 15a Abs. 3 WpHG erfassten Personen s. unten Rz. 95)³. Eine Differenzierung danach, ob die Führungsperson der Schenker (dann Meldepflicht) oder der Beschenkte (dann keine Meldepflicht) ist⁴, überzeugt nicht. Die Annahme einer Schenkung kann eine Umgehung eines Wertpapierkaufs sein und sie entfaltet zudem auch eine Indikatorfunktion⁵. Während der Entwurf des Emittentenleitfadens Schenkungen noch als „eigenes Geschäft“ definierte⁶, sieht seine endgültige Version die Schenkung nicht mehr als von § 15a Abs. 1 WpHG erfasst an⁷ (zur Kritik an diesem Vorgehen s. auch unten Rz. 95).

- 80 § 15a WpHG erfasst **nur gewillkürte Vorgänge**, nicht aber auch einen Erwerb von Gesetzes wegen oder durch Hoheitsakt. Geht also beispielsweise ein Aktienpaket im Wege der Universalsukzession nach §§ 1922 Abs. 1, 1942 Abs. 1 BGB über, ist dies nicht mitteilungspflichtig⁸.

1 Vgl. die Wiedergabe des Standpunkts der Kommission bei *The Committee of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) vom 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) vom August 2003, Rz. 80; *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003, Rz. 38. *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1099 f.) übersieht, dass die Führungsperson auch selbst Schenker sein kann.

2 *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003, Rz. 39.

3 Ebenso *Engelhart*, AG 2009, 856 (865 f.); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 55; *Mutter*, DStR 2007, 2013 f.; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 175 ff.; *Pavlova*, S. 178; *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 7 (= S. 781); *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 47. Dabei spielt die Größe des Geschäfts keine Rolle; insoweit missversteht *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 55 Fn. 109, den hier vertretenen Standpunkt.

4 So die Überlegungen von *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 126 f., die er dann aber auch verwirft.

5 Im Ergebnis auch *Engelhart*, AG 2009, 856 (866).

6 Entwurf des Emittentenleitfadens vom 22.12.2004, S. 67.

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 89.

8 Wiedergabe des Standpunkts der Kommission bei *The Committee of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) vom 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) vom August 2003, Rz. 80; *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003, Rz. 38; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 89; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 13;

Nicht erfasst werden auch bloß vorübergehende Überlassungen ohne eine Möglichkeit der Gewinnrealisierung. **Verpfändet oder sicherungsübereignet** ein Dritter Wertpapiere des Emittenten an eine Führungsperson, ist dieser Vorgang nicht mitteilungs-pflichtig, da eine Verwertung des Pfandes erst nach Eintritt des Sicherungsfalles erfolgen kann und damit keinerlei Indikatorwirkung im Hinblick auf den Emittenten entfaltet¹. Die Verwertung der Sicherheit durch die Führungsperson muss daher ebenfalls nicht gemeldet werden². Auch der umgekehrte Fall einer **Verpfändung oder Sicherungsübereignung** von Wertpapieren durch die Führungsperson an einen Dritten wird von § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG nicht erfasst, da die Verpfändung keinerlei Gewinnrealisierung ermöglicht³. Die Verwertung der Sicherheit durch den Dritten muss daher ebenfalls nicht gemeldet werden⁴. Um Umgehungen auszuschließen, muss auch hier verlangt werden, dass die vorübergehende Natur der Überlassung nicht lediglich fingiert ist. Nimmt beispielsweise eine Führungsperson einen Kredit auf und verpfändet Finanzinstrumente in der dem anderen bekannten Absicht, die gesicherte Forderung von vornherein nicht zu erfüllen, um den Sicherungsfall auszulösen, handelt es sich wirtschaftlich betrachtet um die Veräußerung der Finanzinstrumente an den Vertragspartner⁵. Denn diesem wird durch das absichtliche Herbeiführen des Sicherungsfalles die Verwertung der Finanzinstrumente ermöglicht. Die Führungsperson behält als Gegenleistung für diese Finanzinstrumente die Kreditsumme. In der Praxis wird die Schwierigkeit in der Beweisbarkeit der Vorgänge bestehen⁶.

Wertpapierpensionsgeschäfte, Repo-Geschäfte oder Wertpapierleihen stellen keine lediglich vorübergehenden Überlassungen dar, denn der Pensionsnehmer bzw. der Entleiher erwirbt die Wertpapiere und gewährt später andere Wertpapiere gleicher Art und Menge zurück⁷. Daher ordnet die Bundesanstalt Pensionsgeschäfte und Wertpapierleihen zu Recht als „eigene Geschäfte“ i.S. des § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG ein⁸. Die Rückübertragung nach beendeter Wertpapierleihe ist nicht mitteilungs-pflichtig⁹. Ein Teil des Schrifttums¹⁰ verneint die Meldepflicht bei Wertpapierdarle-

Uwe H. Schneider, AG 2002, 473 (474); Schwintek, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 55; anders offenbar Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1227), der eine Überprüfung darauf anregt, ob de lege ferenda Erbschaften nicht künftig ausgenommen sein sollten.

1 Engelhart, AG 2009, 856 (861 re. Sp. oben).

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 103; a.A. Engelhart, AG 2009, 856 (861 f.); Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 30 f.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 103. Ebenso Engelhart, AG 2009, 856 (861); Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 13; Uwe H. Schneider, AG 2002, 473 (474); Süßmann, in: Park, Kapitalmarktrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 7 (= S. 781 f.); oben Assmann, § 14 Rz. 15 (zum Insiderhandelsverbot).

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 103; Engelhart, AG 2009, 856 (861); a.A. Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 30 f.; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 57.

5 Engelhart, AG 2009, 856 (861); insoweit auch übereinstimmend Osterloh, Directors' Dealings, S. 177.

6 Um diese Schwierigkeiten zu überwinden, bejahen Osterloh, Directors' Dealings, S. 177; Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 48, bei Verpfändungen stets die Meldepflicht.

7 Oulds, in: Kumpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.104.

8 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 103; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 56; a.A. Süßmann, in: Park, Kapitalmarktrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 7 (= S. 781); a.A. auch Engelhart, AG 2009, 856 (862 ff.) für Repo-Geschäfte, da diese immer der Absicherung dienen und daher der Verpfändung vergleichbar seien. Dies ist allerdings nicht zwingend.

9 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 103.

10 Engelhart, AG 2009, 856 (864).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

hen, da diesen keinerlei Indikatorfunktion zukomme. Eine solche bestehe nur, wenn die Finanzinstrumente am Ende der Laufzeit endgültig beim Vertragspartner verbleiben sollen. Da Wertpapierdarlehen jedoch das Volleigentum vermitteln¹ und den Inhaber während der Leihzeit so stellen wie nach einem Wertpapierkauf, kann sich mit ihnen sehr wohl eine Indikatorfunktion verbinden. Zudem ließe sich § 15a WpHG leicht umgehen, wollte man Wertpapierdarlehen generell ausnehmen.

- 83 Das frühere Recht nahm den Erwerb von Aktien und Finanzinstrumenten auf **arbeitsvertraglicher Grundlage** oder als **Vergütungsbestandteil** vom Tatbestand aus (§ 15a Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F.). Diese ausdrückliche Ausnahme ist entfallen und damit stellt sich die Frage, ob § 15a WpHG auf derartige Vorgänge anzuwenden ist. Teile des Schrifttums² schließen aus dem Wegfall der Ausnahme, derartige Vorgänge seien deshalb erfasst. Dies setzt aber gedanklich voraus, dass die frühere Ausnahmebestimmung konstitutiven Charakter hatte und nicht nur der Klarstellung diene. Der unmittelbare Erwerb von Finanzinstrumenten auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil beruht jedoch nicht auf einem Entschluss der Führungsperson, sondern folgt einem im Anstellungsvertrag bzw. von der Hauptversammlung festgelegten „Fahrplan“. Der Zeitpunkt der Zuteilung der Aktien oder Optionen hängt nicht von einer eigenen Entscheidung des Vorstands ab. Daher stellt der Erwerb kein „eigenes Geschäft“ der Personen mit Führungsaufgaben dar³. Dies ist konsequent, denn die reine Zuteilung von Aktien oder Optionen entfaltet weder eine Indikatorwirkung, noch erfordert sie eine Vorbeugung gegen Insiderhandel. Allein der spätere Verkauf der Option oder die spätere Ausübung der Option⁴ bzw. der spätere Verkauf der Aktien sind als „eigene Geschäfte“ erfasst⁵. Das bloße **Verfallen-**

1 BGH v. 16.3.2009 – II ZR 302/06, AG 2009, 441 (442).

2 *Bürgers*, BKR 2004, 424 (428) („ersatzlos gestrichen“); *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (35); *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (887) („ersatzlos gestrichen“); *Osterloh*, Directors’ Dealings, S. 173 ff., 180; *Pluskat*, BKR 2004, 467 (472); *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1100); *Ringleb*, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, Rz. 1239; *Spindler*, NJW 2004, 3449 (3452); *Ziemons*, NZG 2004, 537 (541) („entfallen vollständig“); *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 46; wohl auch *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953); *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (936).

3 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 89; *Engelhart*, AG 2009, 856 (860); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 62; *Koch*, DB 2005, 267 (273); *Pavlova*, S. 178; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 14; *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 56; *von Buttlar*, BB 2003, 2133 (2137); *Widder*, WM 2010, 1882 (1885).

4 *Engelhart*, AG 2009, 856 (860); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 62; *Merkner*, BKR 2003, 733 (734); *Pavlova*, S. 178. Die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 89, 101 nimmt dagegen auch die Ausübung solcher Finanzinstrumente aus; ebenso *Riedl*, Transparenz, S. 53. *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 134 nimmt Optionen aus, die lediglich auf Barausgleich gerichtet seien. Ihnen fehle die Außenwirkung für den Markt.

5 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 62; *Merkner*, BKR 2003, 733 (734); *Po-segga*, BKR 2002, 697 (698) (zu § 15a WpHG a.F.); *Riedl*, Transparenz, S. 53; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 14; *Zimmer*, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 15a WpHG Rz. 29 (zu § 15 Abs. 1 WpHG a.F.); BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 101. In der 3. Aufl. des Kommentars Rz. 71, habe ich die Auffassung vertreten, dass die Ausübung der Option immer dann meldepflichtig ist, wenn die Führungsperson über sie aus freien Stücken entscheiden könne, während bei strikten Zeitfenstern, die der Führungsperson keine Wahl über den Ausübungszeitpunkt lassen, eine Mitteilungspflicht entfällt. Diese Auffassung habe ich aufgegeben, da sie zur Rechtsunsicherheit für die Betroffenen führt, die jeweils feststellen müssen, wie eng das Zeitfenster in den Optionsbedingungen ist.

lassen einer Option ist dagegen nicht meldepflichtig, da mit „eigene Geschäfte“ nur aktive Tätigkeiten erfasst werden¹.

Dieselben Erwägungen gelten für **virtuelle Optionen** und **virtuelle Aktien**. Der Erwerb der virtuellen Rechte, die Derivate darstellen (s. oben Rz. 68), auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil ist nicht mitteilungspflichtig². Eine später erfolgte Erklärung gegenüber dem Emittenten, den Barausgleich zu verlangen, d.h. die virtuellen Optionen „auszuüben“ oder die virtuellen Aktien zu „verkaufen“, ist mitteilungspflichtig. Gegen die Anwendung des § 15a WpHG auf „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ wird eingewandt, dass die Veröffentlichung keinerlei Informationswert für den Markt habe³. Das dem Vorstand eingeräumte Gestaltungsrecht, die virtuellen Optionen auszuüben oder die virtuellen Aktien zu verkaufen, dürfte jedoch an den Wertpapiermärkten dieselben Reaktionen auslösen, die eine tatsächlich ausgeführte Transaktion ausgelöst hätte. Eine Indikatorwirkung ist daher mit der Ausübung dieser Rechte verbunden. Gegen die hier befürwortete Lösung wird weiterhin der Einwand erhoben, es seien keine Insiderpapiere betroffen⁴. Dies trifft nicht zu, da es sich bei „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ um Derivate handelt, die zumindest in § 12 Satz 1 Nr. 3 WpHG erfasst sind. Zudem knüpft § 15a WpHG nicht an § 12 WpHG, sondern an § 2 Abs. 2b WpHG an. Der Einwand, eine solche Mitteilung würde den Kapitalmarkt verwirren, überzeugt ebenfalls nicht, denn die Mitteilung muss natürlich ein zutreffendes Bild des Geschäftsvorfalles geben und deshalb auch erwähnen, dass es sich um „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ handelt.

Auch die Entgegennahme von **Gratisaktien** oder die Zuteilung (nicht der Erwerb) von **Bezugsrechten** stellt kein „eigenes Geschäft“ dar. Zwar handelt es sich formal um einen Erwerbsvorgang. Da jedoch mit diesem Vorgang keinerlei Indikatorwirkung verbunden ist und auch ein Insiderhandel nicht befürchtet werden muss, ist der Tatbestand entsprechend eng auszulegen⁵. Die BaFin ist der Ansicht, dass die Ausübung des Bezugsrechts oder der Handel damit meldepflichtig seien⁶. Dies ist zutreffend, denn die Wahl zwischen Ausübung oder Verkauf des Bezugsrechts entfaltet durchaus eine Indikatorfunktion. Gleiches gilt im Übrigen auch für die **Wahl zwischen einer Barauszahlung der Dividende oder einer Aktiengewährung**⁷. Von der Hauptversammlung beschlossene **Kapitalmaßnahmen** und **Strukturveränderungen** entfalten als solche dagegen keine Indikatorwirkung und sind daher nicht meldepflichtig, auch wenn sie mit einer Veränderung im Aktienbestand einhergehen (z.B. Tausch von Aktien im Rahmen einer Fusion)⁸. Gleiches gilt für von der Gesellschaft ausgehende Maßnahmen in Bezug auf die Aktien (z.B. Aktiensplitts oder den Umtausch von Aktienurkunden)⁹.

1 Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, Rz. 1239.

2 Unzutreffend die Wiedergabe des hier vertretenen Standpunkts bei Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 4 Fn. 34.

3 Uwe H. Schneider, BB 2002, 1817 (1821); a.A. Merkner, BKR 2003, 733 (734 f.).

4 Vgl. Uwe H. Schneider, BB 2002, 1817 (1821).

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 101.

6 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 101; Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 41.

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 101; Engelhart, AG 2009, 856 (865); Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 41.

8 Bode, AG 2008, 648 (650); Engelhart, AG 2009, 856 (865); Sethe, ZIP 2010, 1825 (1827); Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 41.

9 Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 136; Riedl, Transparenz, S. 62 m.w.N.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

dd) Maßgeblichkeit der eine Transaktion ausführenden Person?

- 86 Die Führungsperson oder die zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen sind auch dann mitteilungspflichtig, wenn sie die Transaktion nicht höchstpersönlich vornehmen, sondern sich dazu eines **Stellvertreters** bedienen¹. Daher sind auch die Transaktionen mitteilungspflichtig, die ein im Namen der Führungsperson oder deren Angehörigen handelnder Finanzintermediär vorgenommen hat. Die Mitteilungspflicht verbleibt auch bei Zwischenschaltung eines Stellvertreters bei der Führungsperson oder den zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen und trifft nicht etwa den Finanzintermediär (s. oben Rz. 62).
- 87 Fraglich ist, ob § 15a Abs. 1 WpHG auch dann anzuwenden ist, wenn die Führungsperson ihr Wertpapierdepot von einem **Vermögensverwalter** betreuen lässt. Die Bundesanstalt ging in ihrem inzwischen aufgehobenen Rundschreiben zu Directors' Dealings² davon aus, dass die Mitteilungspflicht auch dann besteht, wenn sich der Mitteilungspflichtige eines Vermögensverwalters bedient, der als Stellvertreter des Vermögensinhabers auftritt (sog. Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells). Nicht erfasst sein sollte nach Ansicht der Bundesanstalt aber die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells, da hier der Vermögensverwalter Vollrechtsinhaber des verwalteten Vermögens wird und dieses lediglich auf Rechnung des Treugebers betreut. Die Bundesanstalt nahm damit eine sehr formale Sichtweise ein. Im Vertretermodell ist der Vermögensverwalter als Stellvertreter einzuordnen, weshalb der Vermögensinhaber aus den in Rz. 86 genannten Gründen mitteilungspflichtig bleibt. Beim Treuhandmodell wird formal der Vermögensverwalter Eigentümer der Wertpapiere, der diese auf Rechnung der Führungsperson verwaltet. Der Wechsel der Eigentümerposition ließ nach Ansicht der Bundesanstalt die Mitteilungspflicht entfallen.
- 88 Entscheidend kann jedoch nicht eine rein formale Sichtweise sein. Bei der Beantwortung der Frage, welche Auswirkung die Einschaltung eines Vermögensverwalters auf die Mitteilungspflicht hat, muss der von § 15a WpHG verfolgte Zweck im Vordergrund stehen. Dazu bedarf es einer näheren Betrachtung des Ablaufs einer auf professioneller Basis angebotenen Vermögensverwaltung. Diese ist dadurch gekennzeichnet, dass der Vermögensverwalter vom Kunden auf Dauer beauftragt wird, die Anlageentscheidungen nach freiem Ermessen oder nach vorher vereinbarten Anlagezielen und ohne vorherige Rückfrage im Einzelfall selbstständig zu treffen³. Der Vermögensverwalter erwirbt damit regelmäßig ohne Wissen der Führungsperson Wertpapiere. Sollten zufällig auch solche des Emittenten darunter sein, kommt dieser Entscheidung des Vermögensverwalters keinerlei Indikatorwirkung zu, denn der Erwerb erfolgte auf Grund seiner eigenständigen Entscheidung ohne unmittelbare Einschaltung der Führungsperson. In dieser Konstellation wurde auch kein Insiderwissen genutzt. Aus diesen Gründen könnte man sich auf den Standpunkt zurückziehen, dass die Zwischenschaltung eines Vermögensverwalters das Bedürfnis für eine Mitteilungspflicht der Führungsperson gänzlich entfallen lasse. Damit würde man aber übersehen, dass der Vermögensinhaber die Verwaltung seines Vermögens gerade nicht völlig aus der Hand gibt, sondern zahlreiche Möglichkeiten der Einflussnahme behält.

1 *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktsstrafrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 4 (= S. 780).

2 Rundschreiben der BaFin vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002.

3 *Balzer*, Vermögensverwaltung, 1999, S. 14 f.; *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlage-recht, § 23 Rz. 6; *Sethe*, Anlegerschutz, S. 15 ff.

So kann die Führungsperson auch bei einer Vermögensverwaltung ihren Wissensvorsprung dadurch ausnutzen, dass sie dem Vermögensverwalter gezielte Informationen zukommen lässt. Nach außen erwecken die Vorgänge den Eindruck, als habe der Vermögensverwalter eigenständig entschieden; in der Sache jedoch wurde die Transaktion durch die Führungsperson gesteuert. Der Beweis derartiger Vorgänge ist nur schwer möglich, weshalb einer Umgehung des § 15a WpHG Tür und Tor geöffnet wäre. In § 15a Abs. 3 WpHG sind in enger Beziehung stehende Personen der Führungspersonen erfasst, um alle leicht zu bewerkstellenden Umgehungen zu vermeiden, bei denen die wirtschaftlichen Vorteile der Geschäfte der Führungsperson – zumindest mittelbar über die Familienkasse – zugute kommen. Diese Erwägung gilt erst recht für Transaktionen, die der Vermögensverwalter einer Führungsperson vornimmt, denn die Vorteile dieser Geschäfte fließen hier der Führungsperson sogar unmittelbar zu. Der Anreiz zu solchen Umgehungen ist daher ebenso groß wie bei der Zwischenschaltung naher Angehöriger.

Nicht nur die gezielte Weitergabe von Insiderwissen an den Vermögensverwalter (auch unterhalb der Erheblichkeitsschwelle des Insiderstatbestands) erlaubt Umgehungen. Eine Person mit Führungsaufgaben, die Kunde eines Vermögensverwalters ist, kann ihren Vermögensverwalter als argloses Werkzeug einsetzen: Sie kann eine Änderung der Anlagerichtlinien zu einem Zeitpunkt vornehmen, an dem sie über Insiderwissen verfügt. Zwar sind Anlagerichtlinien zumeist in abstrakten Kategorien ohne Nennung von Einzelwerten gefasst. Dennoch lässt sich auch über die Änderung einer abstrakten Formulierung eine „Feinsteuerung“ erreichen. So kann ein Vermögensinhaber, der Führungsperson eines Versicherungskonzerns ist und Werte dieses Emittenten in seinem Depot hat, gezielte Verkäufe dieser Wertpapiere auslösen; er braucht lediglich in die Anlagerichtlinien die Vorgabe aufzunehmen, dass generell keine Anlage in Versicherungswerten erfolgen soll. Durch diese Änderung veranlasst die Führungsperson den arglosen Vermögensverwalter zum Verkauf dieser Werte.

Schließlich spricht eine weitere Erwägung dafür, auch die vom Vermögensverwalter durchgeführten Transaktionen in § 15a WpHG zu erfassen. Dem Kunden eines Vermögensverwalters steht sowohl bei der Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells als auch bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells das Recht zu, dem Vermögensverwalter im Einzelfall bindende Weisungen hinsichtlich des Erwerbs oder der Veräußerung einzelner Finanzinstrumente zu erteilen¹. In solchen Fällen kann der Kunde seinen Wissensvorsprung als Führungsperson ebenfalls so ausnutzen, als hätte er die Transaktion höchstpersönlich ausgeführt. Zum Teil wird vorgeschlagen, die Weisungsbefugnis des Vermögensinhabers abzubedingen, so dass ihm die Möglichkeit genommen wird, Einfluss zu nehmen². Diese Ansicht verkennt aber, dass es keine verdrängende Vollmacht geben kann, wenn das Auftragsverhältnis allein den Interessen des Auftraggebers/Vollmachtgebers dient³, was bei der Vermögensverwaltung gerade der Fall ist. Der Vermögensinhaber muss als Ge-

¹ Sethe, Anlegerschutz, S. 18, 100.

² Casper, WM 1999, 363 (367); DAI, Der Umgang von Führungskräften mit Aktien des eigenen Unternehmens im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen, Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts e.V., April 1998, S. 9 f.; Hagen-Eck/Wirsch, DB 2007, 504 (508 f.); von Rosen, WM 1998, 1810.

³ So bereits BGH v. 13.5.1971 – VII ZR 310/69, WM 1971, 956; Schramm, in: MünchKomm. BGB, 5. Aufl. 2006, § 168 Rz. 21; Habermeyer, in: Bamberger/Roth, 2. Aufl. 2007, § 168 BGB Rz. 21; Leptien, in: Soergel, 13. Aufl. 1999, § 168 BGB Rz. 22; Schilken, in: Staudinger, 2009, § 168 BGB Rz. 8.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

schäftsherr also jederzeit die Befugnis haben, die Vermögensverwaltung inhaltlich zu beeinflussen¹.

- 92 Die Zwischenschaltung eines Vermögensverwalters bewirkt also kein generelles Entfallen der Indikatorfunktion von Directors' Dealings und der mit § 15a WpHG bezweckten Vorbeugefunktion. Denn die dem Vermögensinhaber zustehenden unmittelbaren und mittelbaren Möglichkeiten, auf die Verwaltung des Vermögens einzuwirken, sind zahlreich. Es lässt sich damit festhalten, dass § 15a Abs. 1 WpHG alle **unmittelbar von den Personen mit Führungsaufgaben oder zu ihnen in enger Beziehung stehenden Personen veranlassen oder für Rechnung dieser Personen** vorgenommenen Transaktionen durch Finanzintermediäre erfasst. Die Meldepflicht der Führungsperson entfällt also weder bei der Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells noch bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells. Dieses Ergebnis wird im Übrigen auch dem Umstand gerecht, dass das Aufsichtsrecht von einer funktionalen Betrachtung ausgeht. Maßgeblich ist nicht die formale (sachenrechtliche) Einordnung eines Vorgangs, sondern die dahinter stehenden wirtschaftlichen Vorgänge. Hiervon geht auch die Durchführungsrichtlinie aus, die in ihrem Art. 6 Abs. 1 Geschäfte *auf eigene Rechnung* der Führungsperson erfasst und damit eine funktionale Betrachtungsweise vornimmt. Gegen den hier vertretenen Standpunkt wird eingewandt, dass im Regelfall der Vermögensverwalter gerade keinen gezielten Weisungen unterliege, die Mehrzahl deutscher Unternehmensleiter nicht kriminell sei und daher Meldungen über die von Vermögensverwaltern getätigten Transaktionen das Publikum verwirrten². Das Misstrauen gegen die Unternehmensleiter hegt der Gesetzgeber mit § 15a Abs. 3 WpHG, da er Umgehungen weitgehend ausschließen will. Wenn schon abhängige juristische Personen erfasst sind, muss dies auch für Vermögensverwalter und Treuhänder gelten³. Eine Verwirrung des Publikums wird auch dadurch ausgeschlossen, dass § 10 Nr. 6 lit. a WpAIV (Text im Anhang S. 2212) verlangt, dass die genaue Art des Geschäfts anzugeben ist. Hier muss man die Angabe verlangen, dass es sich um einen Wertpapiergeschäft im Rahmen der Vermögensverwaltung handelte.

4. Ausnahmen

- 93 Eine Mitteilungspflicht besteht nicht für Geschäfte, deren Wert, bezogen auf die Gesamtzahl der vom Meldepflichtigen **innerhalb eines Kalenderjahres** getätigten Geschäfte, **5000 Euro** nicht erreicht (§ 15a Abs. 1 Satz 5 WpHG). Bei der Berechnung

1 *Sethe*, Anlegerschutz, S. 90 f.; s. auch OLG Köln v. 20.9.1996 – 20 U 140/95, WM 1997, 570 (573) mit Anm. *Balzer*, EWIR 1997, 647 f., wonach ein völliges Abbedingen des Weisungsrechts in AGB gegen § 307 BGB verstößt.

2 So die Befürchtung des *Handelsrechtsausschuss des DAV*, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 703 (705). Ebenso *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 15; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 124.

3 Ebenso *Bürgers*, BKR 2004, 424 (428); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 58; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 13.366; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 491 f.; *Pavlova*, S. 179; *Pluskat*, BKR 2004, 467 (470); *Riedl*, Transparenz, S. 51 f.; *Sethe*, Anlegerschutz, S. 915 ff.; *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 84 ff.; a.A. *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 124 (in Widerspruch zu seiner Kommentierung in Rz. 143). Offenbar geht *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (887), davon aus, dass Treuhänder nicht einbezogen sind, da er ihre Einbeziehung fordert. Es ist zu begrüßen, dass die BaFin von ihrem gegenteiligen Standpunkt (s. oben Rz. 87) Abstand genommen hat; die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 103 verpflichtet den Treugeber stets zu Mitteilungen nach § 15a WpHG.

werden die Geschäfte einer Führungsperson und den zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen **zusammengerechnet**¹. Maßgebend ist der jeweils erzielte oder bezahlte Kurs der Finanzinstrumente (ohne Gebühren, Steuern und Courtagen)². Bei Optionen ist auf den erzielten Preis bei Optionsausübung abzustellen, nicht auf das ursprünglich eingesetzte Kapital. Entscheidend ist der absolute Betrag, so dass Veräußerungen nicht mit späteren Erwerben saldiert werden (Grundsatz der **Unmaßgeblichkeit des Vorzeichens**)³. Es werden sämtliche Transaktionen in den verschiedenen von § 15a Abs. 1 WpHG erfassten Finanzinstrumenten addiert, so dass der Bagatellbetrag dem Meldepflichtigen nicht mehrfach (für jede Wertpapiergattung) zur Verfügung steht. Bei Überschreiten der Bagatellgrenze sind alle im laufenden Kalenderjahr getätigten Geschäfte rückwirkend zu melden⁴. Von dieser rückwirkenden Meldepflicht erfasst werden freilich nur solche Geschäfte, die grundsätzlich auch unter den Tatbestand des § 15a WpHG fallen⁵. Die BaFin hat keine Bedenken gegen die freiwillige Meldung von Geschäften unterhalb der Bagatellschwelle⁶.

Es ist zu begrüßen, dass die Geschäfte der Führungsperson und der zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen zusammengerechnet werden, da dies Umgehungen durch Aufspaltung von Transaktionen verhindert. Die Ausnahmebestimmung ist jedoch in anderer Hinsicht wenig gelungen. Im Schrifttum wird die **geringe Höhe** des durch die Durchführungsrichtlinie vorgegebenen **Schwellenwerts** von 5000 Euro bemängelt⁷. In der Tat muss man verhindern, dass es zu einer Informationsflut kommt, die den Zwecken des § 15a WpHG zuwider läuft. Daher wurde in der 4. Auflage der Standpunkt vertreten, dass man erst Erfahrungen sammeln müsse, wie der Markt auf die neue Grenze reagiert. Denn zu bedenken ist, dass sich die Meldungen von Directors' Dealings bei den einzelnen Marktsegmenten unterschiedlich stark auswirken können⁸. Dies kann es als sinnvoll erscheinen lassen, die Schwellenwerte je nach Marktsegment unterschiedlich hoch zu bemessen. Mittlerweile liegt eine erste ökonomische Untersuchung vor, die zu dem überraschenden Ergebnis kommt, dass gerade die kleineren Geschäfte besonders nachahmenswert sind, da sie deutlich

1 Diese Regelung wurde durch den Finanzausschuss eingeführt, s. oben Rz. 3.

2 Ebenso Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 17.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 90; Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, Rz. 1240; Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 124.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 89.

5 Anders offenbar Riedl, Transparenz, S. 59, der de lege lata Schenkungen als von § 15a WpHG nicht erfasst ansieht (S. 60 f.), aber meint, sie seien rückwirkend meldepflichtig, wenn durch andere Transaktionen im Kalenderjahr die Bagatellgrenze von 5000 Euro überschritten werde.

6 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 90.

7 Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929 (936); Grothaus, ZBB 2005, 62 (68); Hower-Knobloch, S. 186; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 16; von Rosen, in: Aktienmarkt und Marktmanipulation, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 27, 2004, S. 8; Gemeinsame Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie e.V. zum Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 25.3.2004, S. 6; Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 5; Fischer zu Cramburg, Marktmissbrauchsrichtlinie: Deutschland beginnt vor Abschluss der EU-Durchführungsbestimmungen mit der Umsetzung, AG 2004, R 168; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 59 f.; Pfüller, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 22 Rz. 34; Riedl/Marten, DBW 2010, 553 (555); Riedl, Transparenz, S. 59 f.; Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, Rz. 1240 („de-minimis-Regelung hat wohl nur noch Placebocharakter“).

8 Hierauf weist Posegga, BKR 2002, 697, hin.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

höhere Überrenditen aufweisen¹. Dies spricht dafür, die niedrige Bagatellgrenze aufrecht zu erhalten². Wenig durchdacht ist dagegen der Umstand, dass man alle Geschäfte innerhalb eines Kalenderjahres nachmelden muss, sobald der Schwellenwert überschritten ist (**Pflicht zur Nachmeldung**). Wird der Schwellenwert erst im November überschritten, dürfte das Publikum kaum Interesse an Geschäften haben, die Anfang des Jahres getätigt wurden. Wie wenig abgestimmt diese Regelung ist, belegt auch ein Blick auf § 13 Abs. 1 Satz 1 WpAIV a.F. Die Mitteilungen über Directors' Dealings waren für mindestens einen Monat zu publizieren. Der Gesetzgeber selbst ging also davon aus, dass nach einem Monat das Interesse an Geschäften der Führungspersonen nachlässt. Die Pflicht zur Nachmeldung früher getätigter Geschäfte ergibt vor diesem Hintergrund noch weniger Sinn³.

- 95 Neben der gesetzlich geregelten Bagatellgrenze finden sich weitere Ausnahmen von der Mitteilungspflicht: (1) Zur **ungeschriebenen Ausnahme** des Erwerbs auf arbeitsvertraglicher Grundlage s. oben Rz. 83 f. (2) Eine weitere Ausnahme wird man machen müssen, wenn eine Führungsperson oder eine ihr nahestehende Person Vermögen auf eine nach § 15 Abs. 3 WpHG erfasste Gesellschaft, juristische Person oder Einrichtung überträgt (s. oben Rz. 61). Hier ist der Tatbestand der Vorschrift teleologisch zu reduzieren⁴. Gleiches gilt für **Umschichtungen im Konzern**, sofern die Aktien im Kontroll- bzw. Konsolidierungskreis der Führungsperson verbleiben⁵. (3) Die von der BaFin und Teilen des Schrifttums vertretene Lösung (s. oben Rz. 78 f.), bei der man Schenkungen entgegen dem Willen des Richtliniengebers und entgegen von Wortlaut und Zweck freistellt, u.a. um Familien zu schonen, schießt deutlich über das Ziel hinaus. Wenn eine Führungsperson einer **familienfremden** Person seine Aktien schenkt, besteht gerade kein Grund für eine Freistellung dieses Vorgangs von der Mitteilungspflicht. Solange die Schenkung aber **innerhalb des nach § 15a Abs. 3 WpHG erfassten Personenkreises** vollzogen wird, besteht keine Notwendigkeit für eine Mitteilung⁶. (4) Zur von der BaFin zugestanden Ausnahm bei **Ausübung von Optionen** s. oben Rz. 83.

5. Rechtsfolgen

- 96 Liegen die Voraussetzungen des § 15a Abs. 1 Satz 1 bis 4 WpHG vor und greift die Ausnahme nach § 15a Abs. 1 Satz 5 WpHG nicht ein, muss der Meldepflichtige dem Emittenten und der Bundesanstalt die Transaktion mitteilen. Nähere Einzelheiten über den Inhalt und Form der Mitteilung regeln die §§ 10, 11 der nach § 15a Abs. 5 erlassenen Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV)⁷.

¹ Rau, Directors' Dealings, S. 225.

² Auch Osterloh, Directors' Dealings, S. 70, 180 ff., plädiert hierfür, da er aufgrund der Auswertung der Daten durch Dienstleister davon ausgeht, dass das Anlegerpublikum nicht überfordert wird. Ebenso jetzt Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 152.

³ Ebenso jetzt Engelhart, AG 2009, 856 (859).

⁴ Mutter, DStR 2007, 2013 (2014). Eine gesetzliche Ausnahme fordern Zimmer, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 15a WpHG Rz. 31 (zu § 15 Abs. 1 WpHG a.F.); Riedl, Transparenz, S. 61. Pluskat, BKR 2004, 467 (472), meint, die Ausnahme könne sogar im Verordnungswege noch geschaffen werden.

⁵ Bode, AG 2008, 648 (651 ff.); Mutter, DStR 2007, 2013 (2014); Oulds, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.280; a.A. Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 41.

⁶ So auch Engelhart, AG 2009, 856 (865 f.). Abweichend aber Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 121.

⁷ Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandels-

Anschließend muss der Emittent diese Angaben unverzüglich nach § 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG i.V.m. §§ 12, 13 WpAIV publizieren und der Bundesanstalt einen Beleg hierüber zusenden. Der Meldepflichtige und der Emittent können sich eines professionellen Dienstleisters bedienen, wobei sie dies nicht von der Pflicht entbindet, alles in ihrer Macht Stehende zu tun, um den Pflichten aus § 15a WpHG nachzukommen¹. Erkennen sie also, dass der von ihnen beauftragte Dienstleister seiner Aufgabe nur fehlerhaft oder zögerlich nachkommt, müssen sie eingreifen und notfalls die Pflichten aus § 15a WpHG selbst erfüllen.

Der Mitteilungspflichtige, dem auch nach Einholung von Rechtsrat noch Zweifel 97 über das Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen bleiben, kann freiwillig eine **vorbeugende Mitteilung** abgeben², um sich vor den mit § 15a WpHG verbundenen Sanktionen (s. unten Rz. 129 ff.) zu schützen. Zur Abgabe einer solchen vorbeugenden Erklärung zwingen kann man ihn jedoch nicht³, da eine entsprechende Ermächtigungsgrundlage für die Bundesanstalt fehlt. Der Betroffene trägt allerdings in diesem Fall das Risiko von Sanktionen, sollte sich später dann doch herausstellen, dass eine Mitteilungspflicht bestand.

Anders als s. 16b des Securities Exchange Act sieht das deutsche Recht keine Ver- 98 pflichtung der Person mit Führungsaufgaben zur **Gewinnherausgabe** vor⁴. Eine solche Pflicht würde zwar den Anreiz zu erlaubten und verbotenen Insidergeschäften weiter verringern. Auf der anderen Seite würde eine derartige Regelung jedoch ähnliche Effekte wie eine pre-trading disclosure erzeugen, also die mit § 15a WpHG bezweckte Indikatorwirkung abschwächen und Aktienoptionsprogramme konterkarieren (vgl. Rz. 17, 144).

VI. Die Mitteilung

1. Adressat der Mitteilung

Die Einzelheiten der Mitteilungspflicht richten sich gemäß Art. 6 Abs. 1 Satz 2 der 99 Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG nach dem Recht des Staates, in dem der Emittent seinen Sitz hat. Nach § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG muss der Meldepflichtige sowohl dem Emittenten als auch der Bundesanstalt die eigenen Geschäfte in Aktien oder in sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten in inhaltsgleichen Meldungen mitteilen. Die Mitteilung an den Emittenten dient der Transparenz, die an die BaFin dem Ziel einer effektiven Überwachung⁵. An beide Adressaten ist eine separate Mitteilung zu richten. Bei der Mitteilung an die Bundesanstalt kann der Emittent als Vertreter oder Bote der Person mit Führungsaufgaben oder des Angehörigen mitwirken⁶.

gesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13.12.2004, BGBl. I 2004, 3376 (Text im Anhang S. 2212).

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 90; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 187.

2 BGH v. 22.4.1991 – II ZR 231/90, BGHZ 114, 203 (215) = AG 1991, 270 (273) (zu § 20 AktG).

3 Ebenso bei der parallelen Problematik des § 21 WpHG (dazu unten § 21 Rz. 140, 141 m.w.N.); KG v. 14.6.1990 – 2 W 1088/90 („Springer/Kirch“), WM 1990, 1546 (1549) = AG 1990, 500 (501) – zu § 20 AktG.

4 S. oben Rz. 14 a.E. Fn. 4 und unten Rz. 144 sowie *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 126 ff.

5 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 142.

6 Zur parallelen Problematik bei § 21 WpHG s. unten § 21 Rz. 111.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

2. Inhalt der Mitteilung

- 100 Die Mitteilung muss für jede Transaktion bestimmte, in § 10 WpAIV geregelte Mindestangaben enthalten:

Nr. 1: Sie muss die deutlich hervorgehobene **Überschrift** „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“ tragen.

Nr. 2: Weiterhin sind der **Vor- und Familienname** des Mitteilungspflichtigen oder bei juristischen Personen deren Firma, die Geschäftsanschrift, die Rufnummer des Mitteilungspflichtigen oder die eines Ansprechpartners, bei natürlichen Personen der Tag ihrer Geburt¹ und, sofern keine Geschäftsanschrift besteht, die Privatsanschrift zu nennen. Bei § 15a Abs. 2 WpHG a.F. enthielt der Katalog der mitteilungspflichtigen Angaben keinen Hinweis darauf, dass auch der Name des Meldepflichtigen anzugeben war. Dies war jedoch eine Selbstverständlichkeit², da das Publikum Rückschlüsse nicht nur aus dem Umfang der Geschäfte, sondern auch aus der vom Meldepflichtigen gehaltenen Position im Unternehmen ziehen kann. Zudem wüsste das Publikum ohne die Namensangabe nicht, ob mehrere gemeldete Transaktionen von verschiedenen Meldepflichtigen oder von ein und derselben Person vorgenommen wurden. Daher hat die Rechtsprechung die Namensangabe als zwingend und verhältnismäßig angesehen³. § 10 Nr. 2 WpAIV bringt die insoweit notwendige Klarstellung.

Nr. 3: Anzugeben sind weiterhin der **Name und die Anschrift des Emittenten**.

Nr. 4: Um der BaFin und später dem Publikum eine rasche Einordnung der Meldung zu ermöglichen, ist eine jeweils in einem Schlagwort zu formulierende Beschreibung der **Position** und des **Aufgabenbereichs** der Person mit Führungsaufgaben bei dem Emittenten und im Fall des § 15a Abs. 1 Satz 2 WpHG zusätzlich der engen **Beziehung** der mitteilungspflichtigen Person zur Person mit Führungsaufgaben vorzunehmen. Besteht bei Gesellschaften eine enge Beziehung zu mehr als einer Person, reicht es aus, die jeweils nächste Person anzugeben⁴.

Nr. 5: Sodann sind die **Bezeichnung des Finanzinstruments** und die internationale **Wertpapierkennnummer** (ISIN) anzugeben. Bei Derivaten ist die ISIN des underlying anzugeben.

Nr. 6: Schließlich verlangt die WpAIV die Angabe der **Art des Geschäfts**, insbesondere ob es sich um einen Kauf oder Verkauf handelt. Bei Geschäften im Rahmen der Vermögensverwaltung ist anzugeben, dass es sich um ein solches Geschäft handelt (s. oben Rz. 92 a.E.). Weiterhin sind **Datum und Ort des Geschäftsabschlusses** anzugeben; bei börslichen Geschäften ist nicht die Auftragserteilung (Order) das Ver-

¹ Kritisch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 66.

² Zu Recht sah das inzwischen aufgehobene Rundschreiben der BaFin vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002, daher die Namensangabe vor. Zustimmend auch *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 21; *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, Teil 4 Kap. 3 T 1 Rz. 8 (= S. 782).

³ VGH Kassel v. 3.5.2006 – 6 UE 2623/04, ZIP 2006, 1243 = AG 2006, 553 mit zust. Anm. *Möllers/Wenninger*, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.06; *Sethe*, EWiR 2006, 701; VG Frankfurt v. 14.5.2004 – 9 E 1636/03 (2), AG 2004, 680 ff.; zustimmend *Lenenbach*, EWiR 2005, 235 f.; *Siller*, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.05; *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193 (207 ff.). Kritisch *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 113–115, der die Position des VGH in Bezug auf die Führungsperson teilt, in Bezug auf Angehörige aber ablehnt; zu Recht a.A. *Masling*, S. 287 ff.

⁴ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 91.

pflichtungsgeschäft, sondern erst der tatsächliche börsliche Geschäftsabschluss¹. Unter „Ort“ versteht die BaFin den Börsenplatz und bei außerbörslichen Geschäften reicht ihr die Angabe „außerbörslich“². Dies widerspricht klar der Gesetzgebungsgeschichte (s. unten Rz. 101)³. Weiterhin sind anzugeben der **Preis**, die **Währung**, die **Stückzahl** und das **Geschäftsvolumen** und bei Derivaten das **Basisinstrument**, der **Basispreis**, der **Preismultiplikator** und die **Fälligkeit**. Bei unentgeltlichen Geschäften, wie etwa einer Schenkung (s. oben Rz. 78 f.), kann als Preis 0,- Euro angegeben werden⁴; die BaFin empfiehlt eine klarstellende Erläuterung (so sollte – folgt man der hier vertretenen Auffassung – bei der Art des Geschäfts die Tatsache angegeben werden, dass es sich um eine Schenkung handelt). Bei der Ausübung von virtuellen Aktienoptionsprogrammen (s. oben Rz. 84) muss der Meldepflichtige diejenigen Angaben machen, die er bei einem „realen“ Aktienoptionsprogramm auch hätte machen müssen. Aus der Pflicht, das maßgebliche Finanzinstrument zu bezeichnen, folgt, dass der Meldepflichtige auch angeben muss, dass es sich um virtuelle Optionen oder virtuelle Aktien handelt.

Nicht mitzuteilen ist, welches Institut und ggf. welche Börse die Transaktion abgewickelt hat. Denn diese Angaben haben keinerlei Aussagewert für Anlageentscheidungen des Publikums. Eine im Regierungsentwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz noch vorgesehene Pflicht zur Mitteilung des Instituts und der Börse hat daher der Finanzausschuss zu Recht gestrichen⁵. 101

Das deutsche Recht geht in entsprechender Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie (vgl. oben Rz. 24 a.E.) vom **Prinzip der Einzelmeldung** aus. Es sieht für Führungspersonen keine in bestimmten Abständen abzugebende Sammelmitteilung aller im maßgeblichen Zeitraum getätigten Geschäfte vor. Außerdem müssen die Führungspersonen nicht angeben, wie viele Finanzinstrumente sie bereits bei Übernahme der Führungsposition besitzen (**keine Pflicht zur Initialmeldung**, s. oben Rz. 12, 43)⁶. Nur wenn der Emittent nach den §§ 21 ff. WpHG meldepflichtig ist oder die Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex einhält (dazu unten Rz. 154 ff.) und dabei der Anteilsbesitz über 1 % liegt, kann also das Publikum erfahren, welchen Umfang das Aktienpaket der Führungsperson hat. 102

§ 15a Abs. 2 WpHG enthält keine Verpflichtung, die Meldung über die vorgeschriebenen Angaben hinaus mit **erläuternden Informationen** zu ergänzen. Der Meldepflichtige muss sich auch nicht zu Anlass und Motiv des Erwerbs oder der Veräußerung erklären; er muss bei einer Schenkung nicht den Empfänger nennen. Die BaFin erlaubt 103

1 Im Vorfeld der Neufassung des Emittentenleitfadens war über die Verwendung des Begriffs „Geschäftsabschluss“ eine Kontroverse entstanden, da der *Handelsrechtsausschuss des DAV*, NZG 2009, 175 (180), den Begriff missverständlich fand und ihn durch „Settlement“ ersetzen wollte. Da Settlement jedoch die Erfüllung meint, ist dieser Vorschlag zu Recht nicht von der BaFin übernommen worden, ebenso *Bedkowski*, BB 2009, 394 (399).

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 92; BaFin, Erläuterungen zum Mitteilungsformular für Geschäfte von Führungspersonen vom 28.4.2006, Nr. 23 (www.bafin.de).

3 Kritisch auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 66.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 92.

5 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 20.3.2002, BT-Drucks. 14/8600, S. 67.

6 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 136. Zu Recht kritisch deshalb *Bitter*, Diskussionsbericht – Symposium zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 167 (2003), 216 (221); *Fischer zu Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 33, 62; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226); *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 265; *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (206); *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 90.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

ihm in dem Meldeformular aber freiwillige erläuternde Angaben¹. Zwar birgt dies ein gewisses Risiko der Fehlinterpretation der Mitteilung durch das Publikum (sog. „noise trading“²), etwa wenn ein Geschäft aus rein privaten Motiven und ohne jeden Bezug zur aktuellen Lage des Emittenten erfolgt. Mit Einführung einer Pflicht zur Erläuterung der Transaktion würde man jedoch den Charakter der Vorschrift völlig verändern. An die Stelle der mit § 15a WpHG bezweckten Indikatorfunktion würde eine Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung privater Informationen treten. Der Persönlichkeitschutz des Meldepflichtigen würde durch diese weit reichende Pflicht über Gebühr beeinträchtigt³. Der Meldepflichtige ist jedoch nicht gehindert, freiwillig die Motive der Transaktion aufzudecken.

- 104 Um dem Anleger ein zutreffendes Bild zu vermitteln, darf die Mitteilung nicht missverständlich oder gar unwahr sein (vgl. die Kommentierung zu § 20a WpHG).

3. Frist der Mitteilung

- 105 Die Mitteilung an die BaFin und den Emittenten muss innerhalb von fünf **Werktagen** nach der Transaktion erfolgen. Der deutsche Gesetzgeber hat sich damit für eine post-trading disclosure entschieden (zur rechtspolitischen Diskussion s. oben Rz. 16 f.). Die Frist von fünf Tagen wird zu Recht als deutlich zu lang kritisiert⁴, zumal viele Meldepflichtige sie nicht einmal einhalten⁵. Wenn man erreichen will, dass die Preisbildung am Markt rasch alle verfügbaren Informationen widerspiegelt, muss man die Frist stark verkürzen (am Neuen Markt etwa waren drei Tage vorgeschrieben, s. oben Rz. 20). Für die **Berechnung der Frist gegenüber der Behörde** gelten die § 31 VwVfG, §§ 186 ff. BGB. Der Tag, an dem das Geschäft in Aktien oder Finanzinstrumenten stattfindet, zählt bei der Berechnung der Frist gemäß § 31 Abs. 1 VwVfG, § 187 Abs. 1 BGB nicht mit. Wie § 193 BGB zeigt, gilt der Samstag als Werktag. Fällt das Ende der Frist auf einen gesetzlichen Feiertag, einen Samstag oder Sonntag, ist der nächste Werktag maßgebend. Dieselben Regeln gelten in Bezug auf die **Berechnung der Frist für die Mitteilung an den Emittenten**, nur dass die Vorschriften des BGB nun direkt Anwendung finden. Allein bei der Frage, nach welchem Recht es zu beurteilen ist, ob ein **gesetzlicher Feiertag** vorliegt, gibt es Unterschiede zwischen den Regelungen. Ist gegenüber einer Behörde eine Willenserklärung abzugeben oder eine Handlung vorzunehmen, gilt anstelle des § 193 BGB die spezielle Regelung des § 31 Abs. 3 Satz 1 VwVfG, wonach es darauf ankommt, ob am Sitz der Behörde ein gesetzlicher Feiertag ist. Nicht maßgebend ist, ob am Absendeort ein Feiertag herrscht⁶. Zu beachten ist weiterhin, dass der 24.12.⁷, der 31.12.⁸ und der Rosenmontag⁹ nicht als Feiertage gelten, auch wenn die Behördenbediensteten keinen Dienst tun müssen. Bei der gegenüber der BaFin mit Sitz in Frankfurt/M. und Bonn abzugebenden Erklärung sind daher die Feiertagsregelungen von Hessen und Nordrhein-

1 Zustimmung *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 67.

2 *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 126 m.w.N.

3 *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1227); *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 125 f.

4 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 188; *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 96.

5 *Dymke*, Finanz-Betrieb 2007, 450 (457 f., 460), weist nach, dass 20 % der Meldepflichtigen die Zeitspanne überschreiten.

6 BAG v. 16.1.1989 – 5 AZR 579/88, NJW 1989, 1181; *Grün*, in: Obermayer, 3. Aufl. 1999, § 31 VwVfG Rz. 32; *Ramsauer*, in: Kopp, 11. Aufl. 2010, § 31 VwVfG Rz. 31 m.w.N.

7 OVG Hamburg v. 9.2.1993 – Bs VI 4/93, NJW 1993, 1941.

8 *Ramsauer*, in: Kopp, 11. Aufl. 2010, § 31 VwVfG Rz. 31 m.w.N.

9 BPatG v. 19.7.1978 – 6 W (pat) 67/78, GRUR 1978, 710.

Westfalen maßgebend¹. In Bezug auf die gegenüber dem Emittenten abzugebende Erklärung gilt § 193 BGB. Welche Tage als Feiertage anerkannt sind, richtet sich nach den Gesetzen, die am Erklärungs- oder Leistungsort (§§ 269, 270 Abs. 4 BGB) gelten. Da die in Abwesenheit abgegebene Willenserklärung erst im Zeitpunkt ihres Zugangs wirksam wird (§ 130 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 BGB), handelt es sich bei der Abgabe von Willenserklärungen um eine Bringschuld. Gleiches gilt für Mitteilungen und Anzeigen, an die das Gesetz Rechtsfolgen knüpft². Erfüllungsort ist damit der Sitz des Emittenten. Es kommt damit auf die an seinem Sitz geltende Feiertagsregelung an. Im Ergebnis muss der Mitteilungspflichtige daher die Feiertagsregelungen an den beiden Sitzen der BaFin und am Sitz des Emittenten beachten³.

Die **Frist beginnt** mit Kenntnis des Mitteilungspflichtigen von der Transaktion⁴. Hat er diese selbst durchgeführt, beginnt die Frist folglich mit Vornahme des Geschäfts. Schaltet er einen Stellvertreter ein, muss er sich dessen Kenntnis nach § 166 BGB zu-rechnen lassen. Dies gilt auch dann, wenn die Führungsperson ihre Wertpapiere von einem Vermögensverwalter verwalten lässt (s. oben Rz. 87 ff.). Vermögensverwalter informieren ihre Kunden jedoch nur in periodischen Abständen über die Entwicklung des Depots. Auf Grund dessen könnte es vorkommen, dass die Führungsperson erst erhebliche Zeit nach ihrer Ausführung von einer meldepflichtigen Transaktion erfährt, die auf ihre Rechnung durchgeführt wurde. Um die Effektivität von § 15a WpHG in derartigen Konstellationen zu gewährleisten, ist der Meldepflichtige daher zu **organisatorischen Vorkehrungen** verpflichtet⁵. Der Meldepflichtige muss den Vermögensverwalter darüber informieren, dass eine Meldepflicht besteht und er deshalb darauf angewiesen ist, vom Vermögensverwalter unverzüglich über Transaktionen in den Wertpapieren des Emittenten benachrichtigt zu werden⁶. Wird die Meldepflicht dadurch ausgelöst, dass die **Bagatellgrenze überschritten** ist, beginnt die Frist mit der Kenntnis des Überschreitens⁷. Dieser Fristbeginn wird regelmäßig mit der Kenntnis über das letzte ausgeführte Geschäft, das zum Überschreiten der Bagatellgrenze führte, zusammenfallen, sie muss es aber nicht. Haben beispielsweise ein Angehöriger und die Führungsperson Geschäfte im Umfang von 3000 Euro getätigt und sich gegenseitig noch nicht informiert, gehen beide davon aus, dass die Bagatellgrenze nicht überschritten wurde. Die Unkenntnis darf aber nicht auf Leichtfertigkeit beruhen. Denn § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. d WpHG erfasst auch die aus Leichtfertigkeit unterlassene Meldung und Angehörige sind aufgrund der familienrechtlichen Stellung (s. oben Rz. 52) zur gegenseitigen Information verpflichtet.

¹ Vgl. die Übersicht über die Feiertage bei *Grothe*, in: MünchKomm. BGB, 5. Aufl. 2006, § 193 Rz. 11 f.

² BGH v. 7.5.2002 – XI ZR 197/01, BGHZ 151, 5 (9 f.).

³ Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 93.

⁴ So noch das aufgehobene Rundschreiben der BaFin vom 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002. Die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 93, stellt als Fristbeginn auf den Geschäftsabschluss ab, was regelmäßig, aber nicht immer zu gleichen Ergebnisse führt wie ein Abstellen auf die Kenntnis (vgl. den sogleich geschilderten Fall der Zusammenrechnung der Geschäfte mehrerer Angehöriger).

⁵ Zu Fragen der Compliance bei *Directors' Dealings* *Uwe. H. Schneider*, Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, 645 ff. (insbesondere 646).

⁶ *Sethe*, Anlegerschutz, S. 919. Zur gleich gelagerten Problematik bei § 21 WpHG vgl. unten § 21 Rz. 143 m.w.N.

⁷ Anders *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 72, der meint, die Frist beginne erst fünf Tage danach. Gemeint sein dürfte damit aber wohl das Fristende.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

- 107 Die Möglichkeit einer **Fristverlängerung** durch die Bundesanstalt sieht das Gesetz nicht vor. Sofern die Mitteilung nicht fristgerecht eingereicht werden kann, sollte der Mitteilungspflichtige – schon um eine Ordnungswidrigkeitenverfahren abzuwenden – zusammen mit der nachgereichten Mitteilung eine schlüssige Begründung für die Verzögerung übermitteln (ggf. mit Unterlagen, die die Gründe der Verzögerung belegen). Es besteht keine Verpflichtung, Angaben zu machen, die die mitteilungspflichtige Person oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 der ZPO bezeichneten Angehörigen der Gefahr strafrechtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem Gesetz über Ordnungswidrigkeiten aussetzen würde¹.

4. Form der Mitteilung

- 108 Die einzelne Mitteilung hat **schriftlich** (§ 126 BGB) zu erfolgen (§ 11 Abs. 1 Satz 1 WpAIV, Text im Anhang S. 2212); die Möglichkeit zu Sammelmitteilungen sieht das Gesetz nicht vor. Die Mitteilung kann auch **per Fax** an die Bundesanstalt übermittelt werden. Die BaFin hat auf ihrer Homepage ein **Musterformular** mit Erläuterungen zur Verfügung gestellt, das den Betroffenen die Erfüllung der Mitteilungspflicht erleichtern soll. Im Fall der Übersendung einer Mitteilung mittels Telefax ist auf Verlangen der Bundesanstalt die eigenhändig unterschriebene Anzeige auf dem Postweg nachzureichen (§ 11 Abs. 1 Satz 2 WpAIV). Die BaFin kann die Möglichkeit eröffnen, die Mitteilungen im Wege der Datenfernübertragung zu übersenden, sofern nach dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Maßnahmen zur Sicherstellung von Datenschutz und Datensicherheit getroffen werden, die insbesondere die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der Daten gewährleisten, und sofern im Fall der Nutzung allgemein zugänglicher Netze dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Verschlüsselungsverfahren angewendet werden (§ 11 Abs. 2 WpAIV); hiervon hat sie zwischenzeitlich Gebrauch gemacht². Eine Email reicht der BaFin nicht aus³.

VII. Die Pflicht zur Verbreitung der Information

(§ 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG)

1. Anwendungsbereich

- 109 Die von der Führungsperson oder der zu ihr in enger Beziehung stehenden Person übermittelte Information i.S. des § 15a Abs. 1 WpHG muss gemäß § 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG vom Emittenten unverzüglich verbreitet werden, indem er diese veröffentlicht (s. unten Rz. 114 ff.) und sie der BaFin (s. unten Rz. 120) und dem Unternehmensregister übersendet (s. unten Rz. 122). Im Gegensatz zu § 15a Abs. 1 WpHG trifft die Verpflichtung zur Verbreitung nur **Inlandsemittenten** i.S. des § 2 Abs. 7 WpHG und solche Emittenten, die die Zulassung der Finanzinstrumente beantragt oder öffentlich angekündigt haben (§ 15 Abs. 4 Satz 2 WpHG). Damit setzt der Gesetzgeber Art. 21 Abs. 1, 3 und Art. 2 Abs. 1 lit. i der Transparenzrichtlinie um. Der Anwendungsbereich von § 15a Abs. 4 WpHG ist enger als der von § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 und 2 WpHG. Somit unterscheidet sich § 15a WpHG von § 15 WpHG, bei dem die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach Absatz 1 auf Inlandsemittenten beschränkt und die Mitteilungspflicht nach Absatz 4 gleichlaufend ausgestaltet ist. Auch § 15b WpHG ist auf Inlandsemittenten beschränkt. Der Grund dafür, warum man dies bei der Neufassung des Anwendungsbereichs des § 15a Abs. 1 WpHG nicht parallel gere-

¹ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 93.

² Vgl. <https://www.mvpzv.bafin.de>.

³ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 90.

gelt hat, liegt in Art. 6 Abs. 1 Satz 2 bis 4 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG (s. oben Rz. 34), der für die Directors' Dealings eine eigene Anknüpfung am Sitzstaat vornimmt. Überzeugender wäre es gewesen, wenn der Richtliniengeber hier auf die allgemeinen Regeln zum internationalen Anwendungsbereich zurückgegriffen hätte.

Vergleicht man die Anforderungen des § 15a Abs. 4 WpHG i.V.m. § 2 Abs. 6, 7 WpHG mit denen des § 15a Abs. 1 Satz 3 WpHG, ergeben sich folgende Gemeinsamkeiten und Unterschiede:

Deckungsgleich sind die **Anwendungsbereiche der beiden Absätze** von § 15a WpHG bei Emittenten mit Sitz im Inland und mit Börsenzulassung im Inland sowie bei Emittenten mit Sitz in einem EU-/EWR-Mitgliedstaat und mit Börsenzulassung im Inland. **Auseinanderfallen können sie aber bei Emittenten mit Sitz in einem Drittstaat und mit Börsenzulassung im Inland.** Diese fallen zwar unter § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 WpHG. Sie sind zugleich Inlandsemitenten i.S. von § 2 Abs. 7 Nr. 1 WpHG i.V.m. § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 1 lit. b WpHG, wenn sie in der Bundesrepublik das jährliche Dokument nach § 10 WpPG hinterlegen müssen. Haben sie im Falle der Mehrfachzulassung aber einen anderen Mitgliedstaat für das jährliche Dokument gewählt, unterfallen sie zwar § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 WpHG, sind aber kein Inlandsemitent. Sie müssen damit die Pflichten nach § 15a Abs. 1 WpHG erfüllen, nicht aber die nach § 15a Abs. 4 WpHG. Welchem Zweck die Mitteilung an den Emittenten dienen soll, wenn dieser sie nicht veröffentlichen muss, ist nicht ersichtlich. Gleichzeitig werden solche Emittenten aber von der Directors'-Dealings-Regelung des anderen Mitgliedstaats erfasst, so dass sie einer doppelten Meldepflicht unterliegen. Deckungsgleich sind wieder die Anwendungsbereiche bei Emittenten mit Sitz im Inland und mit Börsenzulassung nur im EU-/EWR-Ausland. Gleiches gilt für Emittenten mit Sitz in einem EU-/EWR-Mitgliedstaat und mit Börsenzulassung im EU-/EWR-Ausland, denn sie fallen von vornherein nicht unter § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 WpHG. Emittenten mit Sitz in einem Drittstaat und mit Börsenzulassung im EU-/EWR-Ausland werden von § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 Alt. 2 WpHG erfasst, wenn die Bundesrepublik Herkunftsstaat i.S. des WpPG ist, sie also in der Bundesrepublik das jährliche Dokument nach § 10 WpPG hinterlegen müssen. Sie sind dann Inlandsemitenten nach § 2 Abs. 7 Nr. 1 WpHG i.V.m. Abs. 6 Satz 1 Nr. 1 lit. b oder 3 lit. c WpHG. Die Regelung des internationalen Anwendungsbereich erweist sich damit als zu kompliziert, ohne dass ein überragender Nutzen der Komplexität erkennbar wäre. Auch ist das Auseinanderfallen der Anwendungsbereiche von § 15a Abs. 1 und § 15a Abs. 4 WpHG missglückt¹.

Versäumt der Meldepflichtige eine Mitteilung an den Emittenten, erlangt der Emittent aber auf andere Weise von der meldepflichtigen Transaktion Kenntnis, greifen die Pflichten des § 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG weder direkt noch analog ein². Hieran hat auch die Neufassung des § 15a Abs. 4 WpHG nichts geändert³, da ihr Wortlaut die Veröffentlichungspflicht weiterhin an eine Mitteilung des Meldepflichtigen nach

1 Unklar ist, warum *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 186, hierin einen Vorteil sieht. *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 97 bewerten dies ebenfalls als Vorteil, da so Doppelmitteilungen vermieden würden. Zur Erreichung dieses Zwecks gäbe es aber auch überzeugendere und einfachere Mittel.

2 Vgl. dazu ausführlich *Bednarz*, AG 2005, 835 ff.; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 75; *Pavlova*, S. 289 f.

3 *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504 (508 f.).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

§ 15a Abs. 1 WpHG knüpft und auch die Gesetzesmaterialien diese Auslegung stützen¹.

- 113 Ist über das Vermögen der Gesellschaft das Insolvenzverfahren eröffnet, bleiben – wie § 11 Abs. 1 WpHG zeigt – die Pflichten aus § 15a Abs. 4 WpHG bestehen; sie treffen weiterhin den Vorstand und nicht den Insolvenzverwalter (s. auch oben Rz. 42), weil dieser allein die Aufgabe hat, die Masse zu verwalten, und damit nicht automatisch alle öffentlich-rechtlichen Pflichten auf ihn übergehen. Da die Pflicht aus § 15a Abs. 4 WpHG sich nicht auf die Masse bezieht, ist er nicht Adressat der kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflicht; diese verbleibt also beim Vorstand der Gesellschaft². Die dabei entstehenden Kosten gehen gemäß § 11 Abs. 1 WpHG zu Lasten der Masse³.

2. Pflicht zur Veröffentlichung**a) Art der Veröffentlichung (§ 3a WpAIV)**

- 114 Die dem Emittenten vom Meldepflichtigen übersandte Information ist an die Medien weiterzuleiten (§ 15 Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 1 i.V.m. §§ 13, 3a Abs. 1 Satz 1 WpAIV, Text im Anhang S. 2212)⁴. Dabei schreibt § 3a WpAIV dem Emittenten im Detail vor, wie er oder ein von ihm beauftragter Dienstleister (vgl. § 3a Abs. 4 WpAIV) sich zu verhalten haben. Mindestens einer der gewählten Informationskanäle muss geeignet sein, die Information in der gesamten Europäischen Union und in den übrigen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zu verbreiten. Diese Pflicht wird in § 3a Abs. 2 Satz 1 WpAIV konkretisiert. Nach § 3a Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpAIV muss ein Informationskanal gewählt werden, der die Information **so rasch und so zeitgleich wie möglich** in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union und in den übrigen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum **aktiv verbreiten** kann. Die Zahl der unterschiedlichen Medienarten und der eingesetzten Medien einer Medienart richten sich nach den Besonderheiten des Einzelfalls, also etwa der Aktionärsstruktur des Emittenten, dem Sitz des Emittenten, dem Ort der Börsenzulassung und ggf. der Mehrfachzulassung⁵. Je höher etwa der Streubesitz bei dem Emittenten ist, desto mehr Medien wird er informieren müssen⁶. Ausweislich der Gesetzesmaterialien gehört zu den Medienkanälen mindestens ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das bei Instituten weit verbreitet ist⁷. Weiterhin hatte der Gesetzgeber als geeignete Medien News Provider und Nachrichtenagenturen, die jeweils wichtigsten Printmedien auf nationaler und europäischer Ebene sowie entsprechende Internetseiten für den Finanzmarkt vor Augen⁸. Der Emittent ist bei der Auswahl der Medien frei, solange

¹ RegE TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 33.

² So bereits vor der gesetzgeberischen Klarstellung in § 11 WpHG auch schon BVerwG v. 13.4.2005 – 6 C 4/04, ZIP 2005, 1145 (1148), unter Hinweis auf eine Analogie zu § 55 Abs. 1 Nr. 1 InsO; ebenso von *Buttlar*, BB 2010, 1355 (1358 f.); anders noch VG Frankfurt/M. v. 29.1.2004 – 9 E 4228/03 (V), ZIP 2004, 469; *Dehlinger*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 1. Aufl. 2005, § 11 Rz. 3 m.w.N.

³ A.A. etwa *Ott*, ZIP 2005, 1150 (1151 m.w.N.) zur Rechtslage vor Einführung von § 11 WpHG.

⁴ Hierzu ausführlich BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 93–98.

⁵ Weitere Einzelheiten in BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 94 und bei *Pirner/Lebherz*, AG 2007, 19 (21 ff.).

⁶ *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550 (555).

⁷ RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 112.

⁸ RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 112.

die ausreichende und rasche Verbreitung sichergestellt ist; langfristig wird damit die Bedeutung des Internets weiter zu- und der Einsatz von Printmedien weiter abnehmen¹. Der Emittent muss nach der gesetzlichen Konzeption verschiedene Medienarten nutzen, so dass die Nutzung allein des Internets oder eines Tickers grundsätzlich nicht ausreicht. Die mit dem TUG eingeführte Art der Verbreitung ist der bisherigen Veröffentlichung allein auf der Homepage des Emittenten (§ 15a Abs. 5 WpHG i.V.m. § 13 WpAIV a.F.) deutlich überlegen und stellt eine schnellere und gleichmäßigere Information der betroffenen Märkte sicher. Im Gegensatz zum alten Recht, das ein bloßes Zurverfügungstellen der Information ausreichen ließ und eine Verbreitung der Information in Anlegerkreisen damit ein aktives Recherchieren der Anleger auf der Homepage erforderte, fordert § 3a Abs. 1 WpAIV also die aktive Verbreitung durch den Emittenten². Dies wiederum bedingt entsprechende organisatorische Vorkehrungen³.

Nach § 3a Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpAIV ist der Emittent verpflichtet, den Text der Information so an die Medien zu senden, dass der Absender der Information sicher identifiziert werden kann. Es muss ein **hinreichender Schutz gegen unbefugte Zugriffe oder Veränderung der Daten** bestehen. Da es sich um preissensible Informationen handelt, ist die **Vertraulichkeit** und Sicherheit der Übersendung durch die Art des genutzten Übertragungswegs oder durch eine Verschlüsselung der Daten nach dem Stand der Technik sicherzustellen. Übertragungsfehler oder -unterbrechungen müssen unverzüglich behoben werden. Um zu gewährleisten, dass der Empfänger um die Bedeutung der Nachricht weiß, verlangt § 3a Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpAIV, dass in der Nachricht an die Medien der Name des Veröffentlichungspflichtigen einschließlich seiner Anschrift, ein als Betreff erkennbares Schlagwort, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung zusammenfasst, sowie Tag und Uhrzeit der Übersendung und das Ziel, die Information als eine vorgeschriebene Information europaweit zu verbreiten, erkennbar ist. Fehlen solche Angaben, kann dies dazu führen, dass die Bedeutung der Nachricht verkannt und ihre Verbreitung damit verhindert wird. Durch die detaillierten Vorgaben zur Gestaltung der Nachricht an die Medien soll erreicht werden, dass der Empfänger die Nachricht nicht ignoriert oder diese beispielsweise aufgrund unzureichender Angaben in einem Spamfilter landet. Der Emittent muss das seinerseits Erforderliche tun, um die Nachricht auf den Weg zu bringen. Es reicht jedoch nicht aus, lediglich die Nachricht abzusenden, sondern der Emittent muss sich auch vergewissern, dass die Nachricht angekommen ist (z.B. durch einen Faxsendebericht, eine Eingangsbestätigung)⁴. Erkennt er, dass die Nachricht nicht angekommen ist, muss er die Übersendung (ggf. auf einem anderen Nachrichtenkanal) wiederholen (§ 3a Abs. 2 lit. c WpAIV). Von dieser gesetzlichen Verantwortlichkeits- und Risikozuweisung gibt es eine Ausnahme: Wird der Zugang aufgrund technischer Störungen im Verantwortungsbereich des Empfängers verhindert, fällt dies nicht in den Risikobereich des sendenden Emittenten (§ 3a Abs. 2 Satz 2 WpAIV). Daraus folgt im Umkehrschluss, dass dieser sehr wohl für technische Hindernisse beim Absenden der Nachricht eintreten muss. Gemäß § 3a Abs. 4 WpAIV bleibt der Emittent auch für die Erfüllung dieser Pflichten verantwortlich, wenn er einen externen Dienstleister zur Erfüllung seiner Pflichten aus § 15a WpHG einschaltet. Wie der Wortlaut von § 3a Abs. 1 WpHG und ein Umkehrschluss aus § 5 Abs. 1 Nr. 1

1 Hutter/Kaulamo, NJW 2007, 550 (555); kritisch zu einem vollständigen Ersatz von Printmedien durch das Internet Zöllner, NZG 2003, 354 ff.; Dauner-Lieb, DStR 2004, 361 ff.

2 Pirner/Lebherz, AG 2007, 19 (21).

3 Ebenso Pirner/Lebherz, AG 2007, 19 (26).

4 Pirner/Lebherz, AG 2007, 19 (21).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

WpAIV zeigt, muss der Emittent den ordnungsgemäß ausgewählten Medien die Information nur „**zuleiten**“; ob diese sie dann auch publizieren, liegt nicht mehr in seiner Verantwortung¹. Weiß er aus der Vergangenheit, dass bestimmte Medien seine Meldungen nicht publizieren, muss er dies bei der Auswahl der Medien bei der nächste Meldung berücksichtigen.

- 116 Die Bundesanstalt kann kontrollieren, ob der veröffentlichungspflichtige Emittent diese Vorgaben eingehalten hat. Zudem muss gewährleistet sein, dass die BaFin die Informationsströme nachvollziehen kann. Dies kann sich beispielsweise im Zuge von Ermittlungen wegen Insiderhandels als notwendig erweisen. Daher muss der Emittent gemäß § 3a Abs. 3 WpAIV sechs Jahre lang in der Lage sein, der Bundesanstalt auf Nachfrage mitzuteilen, welche Person die Information an die Medien gesandt hat, welche Sicherheitsmaßnahmen für die Übersendung eingesetzt wurden, an welchem Tag und zu welcher Uhrzeit die Übersendung erfolgte und welche Mittel der Übersendung an die Medien verwendet wurden; kommt es zu einer Verzögerung der Veröffentlichung, sind die genauen Zeitabläufe zu dokumentieren und auf Nachfrage mitzuteilen.

b) Inhalt der Veröffentlichung (§ 12 WpAIV)

- 117 Die Veröffentlichung hat gemäß § 12 WpAIV (Text im Anhang S. 2212) folgende Angaben zu enthalten:
- die deutlich hervorgehobene Überschrift „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“,
 - den Vor- und Familiennamen der mitteilungspflichtigen Person² und bei juristischen Personen den Namen des Mitteilungspflichtigen. Letzteres ist wichtig, damit das Publikum verschiedene aufeinander folgende Geschäfte zuordnen kann³. Anders als bei der Mitteilung an den Emittenten und die BaFin (§ 10 Nr. 2 WpAIV) muss die Adresse, Telefonnummer und das Geburtsdatum nicht publiziert werden, um dem Persönlichkeitsrecht des Betroffenen Rechnung zu tragen⁴.
 - den Namen und die Anschrift des Emittenten,
 - die Angabe, ob der Mitteilende Führungsaufgaben bei dem Emittenten wahrnimmt oder eine Person ist, die mit einer solchen Person nach § 15a Abs. 3 WpHG in einer engen Beziehung steht,
 - eine jeweils in einem Schlagwort zu formulierende Beschreibung der Position und des Aufgabenbereichs der Person mit Führungsaufgaben,
 - eine genaue Bezeichnung des Finanzinstruments, mit dem das Geschäft getätigt worden ist, einschließlich der internationalen Wertpapierkennnummer und
 - eine genaue Beschreibung des Geschäfts mit Angaben zu Art des Geschäfts, insbesondere ob es sich um einen Kauf oder Verkauf handelt, zum Datum und Ort des Geschäftsabschlusses, zu Preis, Währung, Stückzahl und Geschäftsvolumen

1 RegE TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 49 (zu § 3a Abs. 2 Satz 2 WpHG); BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 94; Assmann § 15 Rz. 280b; Hutter/Kaulamo, NJW 2007, 550 (555).

2 Dies hält das VG Frankfurt/M. v. 14.5.2004 – 9 E 1636/03 (2), WM 2004, 1923 ff. = AG 2004, 680 (zu § 15a WpHG a.F.) für verhältnismäßig. Zustimmend Siller, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.05; a.A. Lenenbach, EWiR 2005, 235 f.

3 Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 74.

4 Dies begrüßt Koch, DB 2005, 267 (274).

sowie zu Basisinstrument, Basispreis, Preismultiplikator und Fälligkeit bei Geschäften in Derivaten.

Es gelten die oben Rz. 100 gemachten Anmerkungen entsprechend.

c) Sprache der Veröffentlichung

§ 3b WpAIV (Text im Anhang S. 2212) regelt die Sprache, in der die Information veröffentlicht werden muss bzw. kann. Die Regelung zeichnet sich durch eine recht komplexe Struktur aus¹. 118

d) Frist der Veröffentlichung

Die Veröffentlichung muss nach § 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG unverzüglich, d.h. **ohne schuldhaftes Zögern** (§ 121 Abs. 1 Satz 1 BGB), erfolgen. Die **Frist beginnt** mit dem Zugang der Mitteilung über die Transaktion beim Emittenten. Das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ unterscheidet sich von dem Rechtsbegriff „sofort“ (vgl. § 859 Abs. 3 BGB), der gleichbedeutend ist mit „so schnell wie objektiv möglich“. Mit dem Abstellen auf die Unverzüglichkeit² wird dem Betroffenen also eine angemessene Frist zur Prüfung des Vorliegens der Tatbestandsvoraussetzungen und ggf. zur Einholung von Rechtsrat oder einer Auskunft der Bundesanstalt eingeräumt. Es verbleibt dem Emittenten zudem ausreichend Zeit, anhand der ihm zugänglichen Informationsquellen zu prüfen, ob die Mitteilung nicht eine Falschmeldung ist³. Steht die Mitteilungspflicht von vornherein völlig außer Frage, wäre jedes Zögern schuldhaft, und die Frist ist faktisch eine sofortige. Der Meldepflichtige muss substantiiert darlegen, dass er unverzüglich gehandelt hat⁴. 119

e) Nachweis der Veröffentlichung

Der Emittent ist nach § 15a Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 1 WpHG verpflichtet, der BaFin die Veröffentlichung mitzuteilen. Dabei ist der Text der Veröffentlichung, die Medien, an die die Information gesandt wurde, sowie der genaue Zeitpunkt der Versendung an die Medien mitzuteilen (§§ 13a, 3c WpAIV, Text im Anhang S. 2212). Der Beleg ist gleichzeitig mit der Veröffentlichung an die BaFin zu übermitteln (s. unten Rz. 131 m.w.N.). Die in § 13a WpAIV enthaltene Bezugnahme auf § 15a Abs. 4 Satz 2 WpHG ist ein Redaktionsversehen, denn Satz 2 hat mittlerweile einen anderen Inhalt. Die WpAIV schweigt – im Gegensatz zu § 13 Abs. 2 Satz 1 WpAIV a.F. – zu der Frage, ob der Beleg auf dem Postweg, per Fax oder elektronisch übersandt werden darf. Man wird alle drei Arten für zulässig halten müssen⁵. Möglich sein soll auch die Übersendung eines Screenshots oder funktionierenden Links⁶. 120

1 Vgl. hierzu BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 98.

2 Zur Kritik am Rückgriff des Gesetzgebers auf § 121 BGB vgl. unten §§ 37b, 37c Rz. 105 m.w.N.

3 Rundschreiben der BaFin vom 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002. Rechtspolitische Kritik an der deshalb oft langen Zeitspanne zwischen Geschäft und Veröffentlichung üben *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1926 f.).

4 OLG München v. 16.11.1987 – 3 W 3109/87, WM 1988, 1408 (1409) (zu § 121 BGB).

5 So jetzt auch die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 99.

6 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 79.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

f) Zusätzliche Veröffentlichung durch die BaFin

- 121 Der BaFin steht nach § 13 WpAIV (Text im Anhang S. 2212) die Möglichkeit der Bekanntgabe der Information auf ihrer Homepage offen. Diesen Weg nutzt sie auch.

3. Weiterleitung an das Unternehmensregister

- 122 § 15 Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG verpflichtet den Emittenten, die ihm übermittelte Information an das Unternehmensregister zur Speicherung weiterzuleiten. Der Inhalt der Eintragung in das Unternehmensregister richtet sich nach der für die Veröffentlichung geltenden Vorschrift des § 12 WpAIV (s. oben Rz. 117)¹. Der Pflicht zur Weiterleitung an das Unternehmensregister muss er unverzüglich (zu diesem Merkmal s. oben Rz. 119) nachkommen. Allerdings darf die Nachricht an das Unternehmensregister nicht vor der Veröffentlichung der Meldung erfolgen, um einem möglichen Insiderhandel vorzubeugen. Fraglich ist, ab wann von einer Veröffentlichung auszugehen ist, da der Emittent die Mitteilung an eine Vielzahl von Medien senden muss. Wollte man auch die Veröffentlichung im zeitlich letzten Printmedium abwarten, würde das Unternehmensregister mit einer Verzögerung von mehreren Tagen informiert. Ausreichend ist daher, dass die Information über die elektronischen Medien (Ticker, Internet) verbreitet wurde². Die Regelung in § 15 Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG dient der Klarstellung, denn § 8b Abs. 1 Nr. 9 HGB enthält eine gleich lautende Pflicht³. Der BaFin steht eine Überwachungskompetenz zu und sie kann Anordnungen zur Durchsetzung der gesetzlichen Pflicht treffen, die geeignet und erforderlich sind (§ 8b Abs. 3 Satz 3, 5 HGB i.V.m. § 4 Abs. 3 Satz 1, 3, Abs. 7, Abs. 9, Abs. 10, §§ 7, 8 WpHG). Zudem steht ihr das Recht der Ersatzvornahme zu (§ 8b Abs. 3 Satz 4 HGB).

4. Jährliches Dokument

- 123 Der Emittent ist verpflichtet, mindestens einmal jährlich ein Dokument zu veröffentlichen, das alle aufgrund von kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten zu publizierenden Informationen zusammenfasst oder auf sie verweist. Es umfasst alle derartigen Informationen, die der Emittent in den vorausgegangenen zwölf Monaten veröffentlicht oder dem Publikum zur Verfügung gestellt hat⁴. Die nach § 15a Abs. 1, 4 WpHG zu machenden Angaben gehören hierzu (§ 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG).
- 124 Das jährliche Dokument ist entsprechend § 14 Abs. 2 WpPG zu veröffentlichen⁵. Außerdem hat es der Emittent nach der Offenlegung des Jahresabschlusses bei der BaFin zu hinterlegen (§ 10 Abs. 2 Satz 1 WpPG). Soweit das Dokument auf Angaben Bezug nimmt, ist anzugeben, wo diese zu erhalten sind (§ 10 Abs. 2 Satz 2 WpPG). § 10 Abs. 3 WpPG nimmt von der Verpflichtung zur Publizierung des jährlichen Dokuments Emittenten von Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von 50000 Euro aus.

¹ Osterloh, *Directors' Dealings*, S. 195.

² Pirner/Lebherz, AG 2007, 19 (25).

³ RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 73.

⁴ Zu Einzelheiten Hamann, in: Schäfer/Hamann, *Kapitalmarktgesetze*, § 10 WpPG Rz. 8 ff.

⁵ Dazu Hamann, in: Schäfer/Hamann, *Kapitalmarktgesetze*, § 10 WpPG Rz. 18 ff.

VIII. Überwachung

Um die Einhaltung der Pflichten nach § 15a Abs. 1 und 4 WpHG überwachen zu können, kann die Bundesanstalt von den Meldepflichtigen sowie den beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen (§ 4 Abs. 3 WpHG)¹. Da der Finanzausschuss die Pflicht zur Mitteilung, welches Institut die Transaktion vorgenommen hat, gestrichen hat (s. oben Rz. 101), kann die Bundesanstalt nur durch Nachfrage bei dem Meldepflichtigen erfahren, welches Wertpapierdienstleistungsunternehmen beteiligt war. Gesetzliche Auskunft- oder Aussageverweigerungsrechte sowie gesetzliche Verschwiegenheitspflichten bleiben unberührt (§ 4 Abs. 3 Satz 3 WpHG). Gemäß § 4 Abs. 9 WpHG kann der zur Erteilung einer Auskunft Verpflichtete die Auskunft auf solche Fragen verweigern, deren Beantwortung ihn selbst oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 ZPO bezeichneten Angehörigen der Gefahr strafgerichtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem Gesetz über Ordnungswidrigkeiten aussetzen würde. Der Verpflichtete ist über sein Recht zur Verweigerung der Auskunft zu belehren und darauf hinzuweisen, dass es ihm nach dem Gesetz freistehe, jederzeit, auch schon vor seiner Vernehmung, einen von ihm zu wählenden Verteidiger zu befragen.

Während der üblichen Arbeitszeit ist Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen das Betreten der Grundstücke und Geschäftsräume der nach § 4 Abs. 3 WpHG auskunftspflichtigen Personen zu gestatten (§ 4 Abs. 4 Satz 1 WpHG). Das Betreten außerhalb dieser Zeit oder das Betreten von Wohnungen ist ohne Einverständnis nur unter den in § 4 Abs. 4 Satz 2 WpHG genannten Bedingungen zulässig.

Die Bundesanstalt kann eine nach § 15a WpHG gebotene Mitteilung oder Veröffentlichung auf Kosten des Pflichtigen vornehmen, wenn die Veröffentlichungs- oder Mitteilungspflicht nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wird (**Möglichkeit der Ersatzvornahme** nach § 4 Abs. 6 WpHG, s. auch Rz. 122 a.E.)².

Widerspruch und Anfechtungsklage gegen soeben geschilderte Maßnahmen nach § 4 Abs. 3, 4, 6 WpHG haben keine aufschiebende Wirkung (§ 4 Abs. 7 WpHG).

IX. Sanktionen

1. Bußgelder

a) Verstoß gegen die Mitteilungspflicht

Verstöße gegen die Mitteilungspflicht des § 15a Abs. 1 Satz 1 und 2 und Abs. 4 Satz 1 WpHG (s. oben Rz. 27 ff.) und die sie ergänzenden Pflichten aus den §§ 10 ff. WpAIV (Text im Anhang S. 2212) stellen **Ordnungswidrigkeiten** nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. d WpHG dar, wobei sowohl die Führungsperson i.S. des § 15a Abs. 2 WpHG als auch die zu ihr in enger Beziehung stehende Person i.S. des § 15a Abs. 3 WpHG von der Bußgeldvorschrift erfasst werden. Als Zuwiderhandlung gilt die Nichtmeldung, die inhaltlich unrichtige Meldung, die unvollständige Meldung, die nicht rechtzeitige

¹ Zu den Überwachungskompetenzen der BaFin *Schröder/Hansen*, Die Ermittlungsbefugnisse der BaFin nach § 44c KWG und ihr Verhältnis zum Strafprozessrecht, ZBB 2003, 113; *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktrecht, Rz. 727 ff.

² Ebenso jetzt *Villeda*, S. 296.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Meldung und die nicht in der vorgeschriebenen Art und Weise erfolgte Meldung gegenüber dem Emittenten und/oder der BaFin. Der Täter muss vorsätzlich oder leichtfertig¹ gehandelt haben (vgl. das Beispiel in Rz. 106); einfache Fahrlässigkeit erfüllt den Tatbestand nicht. Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 WpHG bis zu 100 000 Euro bei Vorsatz und 50 000 Euro bei Leichtfertigkeit (§ 17 Abs. 2 OWiG) betragen. Die Geldbuße soll gemäß § 17 Abs. 4 Satz 1 OWiG den wirtschaftlichen Vorteil, den der Täter aus der Ordnungswidrigkeit gezogen hat, übersteigen. Reicht das **gesetzliche Höchstmaß** hierzu nicht aus, so kann es überschritten werden (§ 17 Abs. 4 Satz 2 OWiG). Im Schrifttum wird vertreten, diese Vorschrift sei anzuwenden, wenn der Meldepflichtige bei größeren Directors' Dealings seine Pflichten aus § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG versäume². Die Vorschrift des § 17 Abs. 4 Satz 2 OWiG ist jedoch nur anzuwenden, wenn der wirtschaftliche Vorteil unmittelbar oder nach anderer Ansicht zumindest mittelbar aus der Ordnungswidrigkeit erlangt wurde³. Dies ist nicht der Fall, da der Vorteil bereits mit dem Kauf/Verkauf der Aktien oder Derivate besteht und die Mitteilungspflicht lediglich an das bereits erfolgte Geschäft anknüpft, ohne dessen Wirksamkeitsvoraussetzung zu sein⁴. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu § 39 WpHG.

b) Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht

- 130 Der Emittent ist verpflichtet, die Information nach § 15a Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 1 WpHG und die ergänzenden Pflichten nach den §§ 10 ff. WpAIV zu veröffentlichen (s. oben Rz. 114 ff.). Der Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht unterliegt dem Bußgeldtatbestand des § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. b WpHG. Als Zuwiderhandlung gilt die Nichtveröffentlichung, die inhaltlich unrichtige Veröffentlichung, die unvollständige Veröffentlichung, die nicht rechtzeitige Veröffentlichung und die nicht in der vorgeschriebenen Art und Weise erfolgte Veröffentlichung oder die nicht oder nicht rechtzeitige Nachholung der Veröffentlichung. Da bei § 15a WpHG keine Nachholungspflicht vorgesehen ist, betrifft diese Tatbestandsalternative allein die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG. Als Begehungsformen werden Vorsatz und Leichtfertigkeit erfasst. Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 WpHG bis zu 100 000 Euro bei Vorsatz und 50 000 Euro bei Leichtfertigkeit (§ 17 Abs. 2 OWiG) betragen. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu § 39 WpHG.

c) Verstoß gegen die Pflicht zur Übersendung eines Belegs und zur Übermittlung der Information an das Unternehmensregister

- 131 Die Verletzung der Pflicht zur Übersendung des Belegs über die Veröffentlichung der Mitteilung nach § 15a Abs. 5 Satz 1 Halbsatz 1 WpHG i.V.m. §§ 13a, 3c WpAIV (s. oben Rz. 120) an die Bundesanstalt stellt eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 6 dar⁵. Als Zuwiderhandlung gelten die Nichtübersendung und die nicht recht-

1 A.A. *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 80, der „leichtfertig“ mit „leicht fahrlässig“ gleichsetzt.

2 *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193 (213).

3 Zum Meinungsbild unten *Vogel*, § 39 Rz. 73; *Lemke*, 2. Aufl. 2005, § 17 OWiG Rz. 32; *König*, in: Göhler/König/Seitz, 14. Aufl. 2006, § 17 OWiG Rz. 39 ff.; *Mitsch*, in: Karlsruher Komm. OWiG, 3. Aufl. 2006, § 17 Rz. 177 f. sowie *Drathjer*, Die Abschöpfung rechtswidrig erlangter Vorteile im Ordnungswidrigkeitenrecht, 1997, S. 84 ff.

4 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 200 f.; *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 107; *Veil*, ZGR 2005, 155 (168 f.); unten *Vogel*, § 39 Rz. 73.

5 Ein offensichtliches Missverständnis liegt der Ansicht von *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 195 zugrunde, der meint, Nr. 7 sei anwendbar.

zeitige Übersendung des Belegs. Eine solche lag nach altem Recht vor, wenn der Beleg erst nach Ablauf von drei Werktagen einging¹. Jetzt schreibt das Gesetz eine **gleichzeitige** Übermittlung der Information an die Medien und des Belegs an die BaFin vor, so dass die Dreitagesfrist überholt ist. Je nach Übermittlungsart kann die Ordnungswidrigkeit auch schon am selben Tag, spätestens aber am Folgetag verwirklicht sein. Als Begehungsformen werden Vorsatz und Leichtfertigkeit erfasst.

Der Emittent ist weiterhin verpflichtet, die Information an das Unternehmensregister zu übermitteln (§ 15a Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG). Die Verletzung dieser Pflicht unterfällt ebenfalls dem Tatbestand des § 39 Abs. 2 Nr. 6 WpHG („eine Information ... nicht oder nicht rechtzeitig übermittelt“). Als Zuwiderhandlung gelten auch hier die Nichtübersendung und die nicht rechtzeitige Übermittlung. Da der Emittent die Übermittlung an das Unternehmensregister erst vornehmen darf, wenn die Information veröffentlicht ist, stellt sich die Frage, ob auch eine zu frühe Übermittlung an das Unternehmensregister den Tatbestand einer Ordnungswidrigkeit erfüllt. Die Formulierung „nicht rechtzeitig“ umfasst sowohl die verspätete als auch die verfrühte Mitteilung, so dass der objektive Tatbestand bei einer vorzeitigen Übermittlung vorliegt. Als Begehungsformen werden Vorsatz und Leichtfertigkeit erfasst.

Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 WpHG bis zu 200 000 Euro bei Vorsatz und 100 000 Euro bei Leichtfertigkeit (§ 17 Abs. 2 OWiG) betragen. Die mit dem TUG vorgenommene Erhöhung² des Bußgelds von 50 000 auf 200 000 Euro soll dazu dienen, die für den Kapitalmarkt wichtige Übermittlungspflicht an das Unternehmensregister effektiv durchzusetzen³. Diese Begründung überzeugt nicht. Zum einen ist die Veröffentlichungspflicht genauso wichtig, wie die Pflicht zur Übermittlung an das Unternehmensregister; sie wird aber nur mit einem Bußgeld von 100 000 Euro bebußt (s. oben Rz. 130). Zum anderen erfasst § 39 Abs. 2 Nr. 6 WpHG auch die Pflicht zur Übersendung eines Belegs an die BaFin, die lediglich der Kontrolle der BaFin dient und daher als bloße Folgepflicht bei weitem nicht so wichtig ist wie die unmittelbare Information des Marktes selbst. Dennoch beträgt hier der Bußgeldrahmen auch 200 000 Euro. Man gewinnt den Eindruck, als habe sich der Gesetzgeber in dem von ihm geschaffenen Dickicht von Bußgeldvorschriften selbst verirrt. Denn § 39 WpHG zeichnet sich durch eine extreme Unübersichtlichkeit aus, die durch die letzten Reformen immer weiter zugenommen hat. Bei der Bemessung des Bußgelds ist daher zu berücksichtigen, dass die Pflicht zur Übersendung des Belegs unbedeutender ist als die Pflicht zur Übermittlung der Information an das Unternehmensregister. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu § 39 WpHG.

d) Verstoß gegen die Pflicht zur Veröffentlichung des jährlichen Dokuments

Verstößt der Emittent vorsätzlich oder leichtfertig gegen die Pflicht zur Veröffentlichung des jährlichen Dokuments, liegt eine Ordnungswidrigkeit nach § 30 Abs. 1 Nr. 4 WpPG vor. Als Tathandlung sind die unterlassene, nicht richtige, nicht vollständige, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig zur Verfügung gestellte Publikation des jährlichen Dokuments oder die unterlassene oder nicht rechtzeitige Hinterlegung dieses Dokuments erfasst. Das Bußgeld kann nach § 30

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2005, S. 81; im Emittentenleitfaden 2009 findet sich hierzu keine Vorgabe mehr; *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktsstrafrecht, 1. Aufl. 2004, S. 670 Rz. 37, unter Hinweis auf OLG Frankfurt/M. v. 22.4.2003 – WpÜG-OWi 3/02, NJW 2003, 2111 f. (zum WpÜG); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 79.

2 Dies übersieht *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 200.

3 RegE TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 47 (zu lit. c).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Abs. 3 WpPG bis zu 50 000 Euro bei Vorsatz und 25 000 Euro bei Leichtfertigkeit (§ 17 Abs. 2 OWiG) betragen.

e) Verstoß gegen eine vollziehbare Anordnung

- 135 Wird vorsätzlich oder fahrlässig gegen eine vollziehbare Anordnung nach § 4 Abs. 3 WpHG (s. oben Rz. 125 f.) verstoßen, erfüllt dies den Bußgeldtatbestand des § 39 Abs. 3 Nr. 1 lit. a WpHG. Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 bis zu 50 000 Euro bei Vorsatz und 25 000 Euro bei Fahrlässigkeit (§ 17 Abs. 2 OWiG) betragen. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu §§ 4 und 39 WpHG.

2. Strafrechtliche Sanktionen

- 136 Im Übrigen können vorsätzliche Verletzungen der Pflichten aus § 15a WpHG im Einzelfall durchaus **Marktmanipulationen** nach § 20a WpHG darstellen, die nach §§ 38 Abs. 2, 39 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpHG strafbewehrt sind¹.

3. Naming and shaming

- 137 Die BaFin darf unanfechtbar festgestellte Verstöße gegen § 15a WpHG auf ihrer Homepage veröffentlichen, soweit dies zur Beseitigung von Missständen oder zu deren Verhinderung geeignet und erforderlich ist (§ 40b Satz 1 WpHG). Es greift jedoch das Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung ein, weshalb eine Abwägung der betroffenen Rechtsgüter notwendig ist². Denn die im anglo-amerikanischen Recht unter dem Schlagwort „naming and shaming“ bekannte Maßnahme hat indirekten Sanktionscharakter.

4. Zivilrechtliche Sanktionen**a) Nichtigkeit nach § 134 BGB**

- 138 Da es sich bei § 15a WpHG nicht um ein **gesetzliches Verbot**, sondern um eine Publizitätspflicht handelt, die lediglich an bereits geschlossene zivilrechtliche Verträge anknüpft, führt ein Verstoß gegen § 15a WpHG nicht zu einer Nichtigkeit der Transaktion nach § 134 BGB³.

b) Haftung aus §§ 37b, 37c WpHG

- 139 Eine Haftung nach den §§ 37b, 37c WpHG scheidet aus, weil diese Normen nur bei einer Verletzung des § 15 WpHG eingreifen⁴.

c) Deliktische Haftung

- 140 Die Frage, ob ein Verstoß gegen § 15a WpHG **Schadensersatzansprüche** auslöst, hat der Gesetzgeber nicht ausdrücklich entschieden. Anhaltspunkte ergeben sich jedoch aus den Gesetzesmaterialien zur Regelung des § 15 Abs. 6 WpHG und der §§ 37b,

1 Schröder, Kapitalmarktsstrafrecht, Rz. 474; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 81.

2 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 41; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948 (1949 f.); Osterloh, Directors' Dealings, S. 201.

3 Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 198.

4 Ebenso Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 110.

37c WpHG. Dort findet sich die Aussage, dass die Ad-hoc-Publizität allein den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts betrifft und § 15 WpHG daher **nicht als Schutzgesetz** i.S. des § 823 Abs. 2 BGB zu begreifen sei¹. Auf Grund seiner Funktion und systematischen Stellung wird man im Hinblick auf § 15a WpHG zu dem gleichen Ergebnis kommen müssen. Die Publizitätspflicht entfaltet Indikatorfunktion und soll Insiderhandel vorbeugen (s. oben Rz. 10 ff.). Anhaltspunkte dafür, dass bei § 15a WpHG auch ein Individualschutz bezweckt war, sind nicht ersichtlich². Gleiches muss für den Verstoß gegen § 10 WpPG gelten³.

Ein Verstoß gegen § 15a WpHG kann jedoch durchaus Ansprüche nach **§ 826 BGB** 141 auslösen. Wie auch § 15 Abs. 6 Satz 2 WpHG für die Ad-hoc-Publizität klarstellt, kann sich ein geschädigter Anleger stets auf diesen allgemeinen Schadensersatzanspruch berufen. Wenn der Gesetzgeber schon innerhalb der sehr restriktiven Regelung des § 15 Abs. 6 WpHG klarstellt, dass Schadensersatzansprüche aus § 826 BGB unberührt bleiben, muss dies erst recht für § 15a WpHG gelten⁴.

d) Verletzung des Deutschen Corporate Governance Kodex

Auf Grund von Ziff. 6.6 des **Deutschen Corporate Governance Kodex**⁵ muss der 142 Emittent bestimmte Angaben zu Directors' Dealings machen (dazu unten Rz. 154 ff.). Soweit ein Verstoß gegen den Kodex überhaupt zu einer Haftung führt⁶, greift diese dann auch bei einem Verstoß gegen Ziff. 6.6 des Kodex ein⁷.

e) Entwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes

Der Entwurf des Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes⁸ sah in § 37a WpHG-E eine Haftungsregelung vor, die auch fehlerhafte Meldungen über Directors' Dealings erfasst hätte. § 37a WpHG-E lautete: „Wer als Emittent von Finanzinstrumenten, die an 143

1 Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

2 *Fischer zu Cramburg/Royé*, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 10; *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 57; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 82; *Oulds*, in: Kümpe/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.281; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 202 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 203; *Przewlocka*, S. 42; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 24; *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (214 f.); *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 110; offen gelassen bei *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932 (937 f.); *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1228).

3 Ebenso *Hamann*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 10 WpPG Rz. 23.

4 *Fischer zu Cramburg/Royé*, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 10; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 82; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 202; *Przewlocka*, S. 42; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 25; *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (215); *Zimmer/Osterloh*, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 110; im Ergebnis auch *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 199.

5 Die aktuelle Fassung ist abrufbar unter www.corporate-governance-code.de.

6 Wie weit diese reicht, ist im Einzelnen streitig, vgl. *Abraham*, Ansprüche wegen Verstoßes gegen § 161 AktG oder den Deutschen Corporate Governance Kodex – Ein Literaturbericht, ZBB 2003, 41 ff.; *Hüffer*, § 161 AktG Rz. 28 ff.; *Marsch-Barner*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 2 Rz. 74 ff.; *Semler*, in: MünchKomm. AktG, 2. Aufl. 2003, § 161 AktG Rz. 187 ff.; *Steinat*, Comply or Explain – Die Akzeptanz von Corporate Governance Kodizes in Deutschland und Großbritannien, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, hrsg. v. Tietje/Kraft/Sethe, Heft 39, 2005, S. 10 ff. jeweils m.w.N.

7 *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 15 Rz. 26.

8 Erster Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG) vom 16.8.2004 (unveröffentlicht) und Zweiter Entwurf vom 7.10.2004 (abgedruckt in NZG 2004, 1042 ff.).

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, in öffentlichen Bekanntmachungen oder Mitteilungen über geschäftliche Verhältnisse, die zur Erstellung von Finanzanalysen oder für einen größeren Kreis von Personen bestimmt sind, unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung dieses Finanzinstruments erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt, haftet nach Maßgabe der folgenden Bestimmungen auf Schadensersatz, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den Börsenpreis des Finanzinstruments einzuwirken, es sei denn, dass er die Unrichtigkeit der Angabe nicht gekannt hat und die Unkenntnis oder das Verschweigen nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht. Für mündliche Erklärungen haftet der Emittent nur, wenn diese in Ansprachen oder Auskünften im Rahmen der Hauptversammlung oder einer vom Emittenten veranlassten Informationsveranstaltung abgegeben werden.“ Die Absätze 2 bis 7 des § 37a WpHG-E sahen eine Haftung auch der Organmitglieder vor. Die Anwendung der geplanten Vorschrift auf fehlerhafte Mitteilung über Directors’ Dealings offenbarte zahlreiche praktische Schwierigkeiten¹. Auf diese ist nicht näher einzugehen, da der Entwurf des KapInHaG nach massiver Kritik aus dem Schrifttum und der Praxis am 10.11.2004 vom Bundesfinanzministerium zurückgezogen wurde².

f) Gewinnabschöpfungsanspruch

- 144 Rechtspolitisch wird die Frage diskutiert, ob man einen Gewinnabschöpfungsanspruch für jede Form der Directors’ Dealings einführen soll³ oder zumindest für Fälle, in denen Führungspersonen gegen die Mitteilungspflichten des § 15a WpHG verstoßen haben⁴. Eine generelle Gewinnabschöpfung erscheint unverhältnismäßig, da man damit die gewünschte Bindung der Organmitglieder an das Unternehmen verhindert (dazu oben Rz. 17 a.E.)⁵. Für den Weg einer Gewinnabschöpfung bei Verstößen gegen § 15a WpHG spricht allenfalls, dass sich die Bußgelder als wenig wirksame Sanktion erweisen, wenn etwa Organmitglieder eine Lock-up-Vereinbarung brechen und „Kasse machen“⁶. Das Bußgeld wird im Vergleich zu den erzielten Veräußerungsgewinnen oft vergleichsweise gering ausfallen⁷. Dies allein rechtfertigt jedoch keine Verschärfung des § 15a WpHG, sondern spricht für wirksame Vertragsstrafen bei Lock-up-Vereinbarungen.

X. Verhältnis des § 15a WpHG zu weiteren Publizitätspflichten innerhalb und außerhalb des WpHG

- 145 Innerhalb und außerhalb des Wertpapierhandelsgesetzes finden sich zahlreiche Regelungen, die eine Veröffentlichung von Erwerbs- und Veräußerungsvorgängen oder die Angabe der genauen Höhe des Anteilsbesitzes von Verwaltungsmitgliedern vorsehen.

¹ *Veil*, ZGR 2005, 155 (166 f.).

² Vgl. dazu unten §§ 37b, 37c Rz. 26 ff. m.w.N.

³ Vgl. etwa *Baums*, Anlegerschutz und Neuer Markt, ZHR 166 (2002), 375 (379).

⁴ *Veil*, ZGR 2005, 155 (190 ff.); ihm folgend *Riedl*, Transparenz, S. 64.

⁵ Zu Recht skeptisch *Veil*, ZGR 2005, 155 (188 ff.); *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (212 f.).

⁶ So auch *Veil*, ZGR 2005, 155 (190 ff.).

⁷ *Veil*, ZGR 2005, 155 (168 f.), belegt, dass das Ordnungswidrigkeitenrecht hier eine Schwachstelle aufweist; a.A. *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (213).

1. Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)

Die Pflichten zur Mitteilung und Veröffentlichung der Directors' Dealings aus § 15a WpHG und die Pflicht zur Meldung von Ad-hoc-Mitteilungen nach § 15 WpHG bestehen **grundsätzlich nebeneinander**, da sich die Tatbestände von ihren Voraussetzungen und der Art und Weise der Herstellung von Publizität deutlich unterscheiden¹. So ist beispielsweise bei einer kurserheblichen Änderung der Beteiligungsstruktur am Emittenten (z.B. Paketverkauf eines Vorstandsmitglieds) sowohl eine Ad-hoc-Mitteilung als auch eine Meldung der Directors' Dealings notwendig².

2. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils (§§ 21 ff. WpHG)

Eine Meldepflicht für den Anteilsbesitz selbst ergibt sich – sofern die Schwellenwerte überschritten sind – aus den §§ 21 ff., 25 WpHG. Die §§ 21 ff. WpHG sind keineswegs *lex specialis* zu den §§ 15, 15a WpHG; vielmehr sind beide Regelungsbereiche auf Grund ihrer jeweils eigenen Zielsetzung, die sich auch in unterschiedlichen Tatbestandsvoraussetzungen (insbesondere in Bezug auf ihren persönlichen Anwendungsbereich und den unterschiedlichen Zeitvorgaben für eine Meldung) niederschlägt, **nebeneinander anzuwenden**³.

3. Publizitätspflichten bei der Börsenzulassung

Eng mit dem in § 15a WpHG verfolgten Ziel einer Erhöhung der Markttransparenz verknüpft ist die Regelung der § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG, § 7 WpPG⁴ i.V.m. Anhang I Nr. 15.1 der VO EG Nr. 809/2004⁵. Danach ist die Vergütung der Mitglieder der Verwaltungs-, Management- oder Aufsichtsorgane, der persönlich haftenden Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft auf Aktien, der Gründer, wenn es sich um eine Gesellschaft handelt, die seit weniger als fünf Jahren besteht, und bestimmter Mitglieder des oberen Managements offen zu legen. Angegeben werden muss der Betrag der gezahlten Vergütung (einschließlich etwaiger erfolgsgebundener oder nachträglicher Vergütungen) und Sachleistungen, die diesen Personen von der emittierenden Gesellschaft und ihren Tochterunternehmen für Dienstleistungen jeglicher Art gezahlt oder gewährt werden, die der emittierenden Gesellschaft oder ihren Tochtergesellschaften von einer jeglichen Person erbracht wurden. Nach Anhang I Nr. 17.2 sind in Bezug auf die genannten Personen so aktuelle Informationen wie möglich über ihren Aktienbesitz und etwaige Optionen auf Aktien der emittierenden Gesell-

1 Ebenso oben Assmann, § 15 Rz. 96; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 6. Missverständlich Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 72 Rz. 29, der die Pflichten aus § 15 WpHG und § 15a WpHG als nebeneinander bestehend begreift, § 15a WpHG gleichwohl als *lex specialis* zu § 15 WpHG bezeichnet.

2 Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 167 f.; im Ergebnis auch Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 21.

3 Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1229); Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 207 ff.; Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 24. Einzelheiten unten bei Vor § 21 Rz. 56 ff. Pavlova, S. 288 f., kritisiert die unterschiedliche Terminologie bei der Bestimmung des Anwendungsbereichs von § 15a WpHG einerseits und §§ 21 ff. WpHG andererseits.

4 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 22.6.2005, BGBl. I 2005, 1698.

5 VO EG Nr. 809/2004 vom 29.4.2004, ABl. EG Nr. L 215 v. 16.6.2004, S. 61.

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

schaft beizubringen. Nach Anhang III Nr. 5.2.2 muss – soweit dies dem Emittenten bekannt ist – bei der Emission neuer Aktien angegeben werden, ob einige Hauptaktionäre oder Mitglieder der Management-, Aufsichts- oder Verwaltungsorgane des Emittenten an der Zeichnung teilnehmen wollen oder ob Personen mehr als 5 % des Angebots zeichnen wollen. Diese Regelung unterscheidet sich von § 15a WpHG. Dieser erfasst nur bestimmte Veränderungen des Aktien- und Derivatebestands der Führungsebene des Emittenten, während Anhang I Nr. 15.1 bereits für die Gewährung von Optionen und Nr. 17.2 die Offenlegung des Anteilsbesitzes gilt. Die Vorschriften stehen daher in **keinem Spezialitätsverhältnis** und sind völlig eigenständig anzuwenden¹.

4. Übernahmerecht

- 149 Nach §§ 34, 10 Abs. 6 WpÜG gilt die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG nicht für Entscheidungen zur Abgabe eines Angebots nach dem WpÜG. Da sich diese Regelung des Konkurrenzverhältnisses von Übernahmerecht und Wertpapierhandelsrecht ausdrücklich nur auf § 15 WpHG bezieht, wird man im Umkehrschluss² feststellen müssen, dass es keinen generellen Vorrang des Übernahmerechts vor § 15a WpHG gibt. Hierfür spricht auch der Umstand, dass die jeweils verfolgten Schutzzwecke unterschiedlich sind³. Erwirbt also beispielsweise der Bieter von einer Person mit Führungsaufgaben bei der börsennotierten Zielgesellschaft ein Aktienpaket, wird durch den Verkauf grundsätzlich die Pflicht zur Veröffentlichung der Directors' Dealings ausgelöst. Dies gilt selbst dann, wenn der Kauf noch unter der Bedingung der späteren Abgabe eines Übernahmeangebots steht (s. oben Rz. 73).
- 150 Hiervon wird man allerdings für den Fall eine Ausnahme machen müssen, dass der **Paketerwerb Teil einer Gesamtstrategie** des Bieters auf Übernahme der **börsennotierten Zielgesellschaft** ist, der Bieter aber das Übernahmeangebot noch nicht abgeben muss, weil die endgültige Entscheidung über die Übernahme noch aussteht. Würde man hier eine Veröffentlichung der – ebenfalls noch nicht endgültigen – Directors' Dealings verlangen, würde dies Gerüchte am Markt auslösen und Spekulationen anheizen, obwohl die Übernahme noch nicht spruchreif ist. Das wiederum beeinträchtigt bei einem freundlichen Übernahmeangebot die berechtigten Interessen der Zielgesellschaft und die Interessen des Bieters. Zudem würde der Markt irritiert, da die endgültige Entscheidung tatsächlich noch aussteht. § 15a WpHG sieht für diesen Fall keinen **Befreiungstatbestand** vor. Wenn ein solcher Vorgang nach § 15 Abs. 3 WpHG von einer Veröffentlichung befreit ist, also eine Abwägung der Interessen der Zielgesellschaft mit denen des Anlegerpublikums ergibt, dass das Interesse des Publikums zurücktreten muss⁴, kann diese Wertung nicht dadurch konterkariert werden, dass die Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben veröffentlicht werden müssen. Der Tatbestand des **§ 15 Abs. 3 WpHG** ist in diesem Fall **analog** anzuwenden⁵ und die Pflichten nach § 15a Abs. 4 Satz 1 ruhen, solange zugunsten der Zielgesellschaft der Befreiungstatbestand des § 15 Abs. 3 WpHG vorliegt. Nicht berührt wird hin-

1 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 8.

2 Dass kein Erst-Recht-Schluss angebracht ist, zeigt sich daran, dass der Gesetzgeber die Regelung des § 10 Abs. 6 WpÜG ihrerseits als eng auszulegende Ausnahme ansieht, vgl. RegE WpÜG, BT-Drucks. 574/01, S. 97.

3 Ausführlich *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität, S. 165 ff.

4 Oben *Assmann*, § 15 Rz. 153.

5 *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität, S. 174 ff., 216, der nachweist, dass die Regelungszwecke des § 15a WpHG in diesem Fall nicht einschlägig sind. Ebenso *Assmann*, Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht, ZHR 172 (2008), 635 (654).

gegen die Mitteilungspflicht nach § 15a Abs. 1 WpHG, so dass die BaFin über alle Umstände im Bilde ist und in die Lage versetzt wird, ggf. Insiderhandel im Vorfeld des Paketerwerbs zu verfolgen¹. Die Analogie zu § 15 Abs. 3 WpHG bezieht sich daher nur auf die Veröffentlichungspflicht nach § 15a Abs. 4 Satz 1 WpHG. Am Rande angemerkt sei, dass mit dieser Lösung zugleich gewährleistet wird, dass der Paketverkäufer die in solchen Fällen in der Praxis übliche Verschwiegenheitsvereinbarung einhalten kann. Eine solche Vereinbarung kann zwar nicht Maßstab für die Auslegung des Aufsichtsrechts sein. Wenn es aber – gestützt auf aufsichtsrechtliche Erwägungen – zu einem Gleichlauf von Aufsichtsrecht und Parteiinteressen kommt, ist dies sicherlich zu begrüßen.

Kann der **börsennotierte Bieter** den Tatbestand des § 15 Abs. 3 WpHG für sich in Anspruch nehmen², stellt sich die Anschlussfrage, welche Auswirkungen dies auf Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten einer ebenfalls börsennotierten Zielgesellschaft hat. Erfährt diese von der hinreichend konkreten Übernahmeabsicht und einem Paketverkauf einer ihrer Führungsperson an den Bieter, müsste sie diese Informationen nach § 15 WpHG bzw. § 15a WpHG veröffentlichen. Zu Recht wird in diesem Fall eine teleologische Extension des § 15 Abs. 3 WpHG bejaht, so dass die Zielgesellschaft berechtigt und verpflichtet ist, von einer Ad-hoc-Meldung³ und der Veröffentlichung der Directors' Dealings⁴ abzusehen, solange der Bieter § 15 Abs. 3 WpHG in Anspruch nehmen kann. Ansonsten würde der Befreiungstatbestand des § 15 Abs. 3 WpHG für den Bieter leer laufen.

Nach § 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 WpÜG müssen die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, soweit sie Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, mitteilen, ob sie das Angebot des Bieters annehmen wollen. Die Vorschrift verfolgt eine andere Zielsetzung als § 15a WpHG, da die übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft aus der Verkaufsabsicht der Organmitglieder ihre Schlußfolgerungen ziehen können. Anders als bei § 15a WpHG ist bereits die Verkaufsabsicht mitteilungs- und veröffentlichungspflichtig. Beide Vorschriften sind daher **nebeneinander anzuwenden**⁵.

5. Aufsichtsrechtliche Pflichten

Zu den aufsichtsrechtlichen Anzeigepflichten bei Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an einem Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut sowie einer Versicherung vgl. 5. Aufl., Vor § 21 Rz. 88 ff. Zu den Pflichten der Führungspersonen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 33 WpHG und bei Mitarbeitergeschäften vgl. §§ 33, 33b WpHG.

6. Gesellschaftsrechtliche Regelungen

Der am 26.2.2002 publizierte und am 26.5.2010 letztmals aktualisierte **Deutsche Corporate Governance Kodex**⁶ enthält in Ziff. 6.6 eine Regelung über Directors'

¹ Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 180 f.

² Hierzu ausführlich oben Assmann, § 15 Rz. 153.

³ Oben Assmann, § 15 Rz. 154; Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 141 f., 162 f.

⁴ Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 180, 216 f.

⁵ Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 7; Zimmer/Osterloh, in: Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 25.

⁶ Die aktuelle Fassung ist abrufbar unter www.corporate-governance-code.de. Zum Kodex etwa Assmann, Corporate Governance im Schnittpunkt von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: FS Kümpel, 2003, S. 1 ff.; Claussen/Bröcker, Der Corporate Governance

§ 15a

Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung

Dealings: „Über die gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften in Aktien der Gesellschaft hinaus, soll der Besitz von Aktien der Gesellschaft oder sich darauf beziehender Finanzinstrumente von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern angegeben werden, wenn er direkt oder indirekt größer als 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien ist. Übersteigt der Gesamtbesitz aller Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien, soll der Gesamtbesitz getrennt nach Vorstand und Aufsichtsrat angegeben werden. Die vorgenannten Angaben sollen im Corporate Governance Bericht enthalten sein.“

- 155 Die Eingangsformulierung „Über die gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften in Aktien der Gesellschaft ...“ gibt die gesetzliche Mitteilungspflicht des § 15a WpHG nicht präzise wieder. Es besteht jedoch Einigkeit, dass hierdurch keine abweichende oder gar zusätzliche Meldepflicht begründet werden sollte, sondern die verkürzte Formulierung allein der besseren Lesbarkeit dient¹. Der Kodex geht über die Pflichten nach § 15a WpHG hinaus², der nur die Angabe der einzelnen Transaktionen erfordert. Eine gesetzliche Pflicht für Organmitglieder, ihren Gesamtbestand an Aktien des Emittenten zu publizieren, besteht nicht, es sei denn, die Meldeschwellen des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG sind erreicht worden. Auch kann das Publikum den Gesamtbestand nicht errechnen, da das Gesetz keine Initialmeldung des Gesamtbestands bei Amtsübernahme der Führungsperson vorsieht (s. Rz. 12, 43, 102). Damit das Publikum weiß, welchen Einfluss die *einzelnen* Organmitglieder durch Beteiligungsbesitz ausüben können³, verpflichtet der Kodex deshalb jede Führungsperson ab einer Meldeschwelle von 1 % (Ziff. 6.6 Satz 1 DCGK) zur Angabe des ihr zustehenden Bestands an Aktien und sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten. Durch die Formulierung „direkt oder indirekt“ wird den Organmitgliedern auch der Besitz naher Angehöriger und nahestehender Unternehmen zugerechnet (die aber nicht namentlich aufgeführt zu werden brauchen)⁴. Die Regelung bewirkt außerdem, dass sämtliche Directors' Dealings des letzten Geschäftsjahres zusammengefasst aufgeführt werden. Diese Publizitätsverpflichtung ergänzt die des § 10 WpPG, wonach jährlich ein Dokument mit allen *gesetzlichen* Meldungen zu publizieren ist. Liegen die Voraussetzungen von Ziff. 6.6 Satz 1 DCGK

Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG, DB 2002, 1199; *Ettinger/Grützediek*, Haftungsrisiken im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG, AG 2003, 353; *Gelhausen/Hönsch*, Folgen der Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex für die Entsprechenserklärung, AG 2003, 367; *Gruson/Kubicek*, Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht, AG 2003, 337 (I), 393 (II); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rz. 1.127 ff.; *Peltzer*, Deutsche Corporate Governance, 2. Aufl. 2004; *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, S. 1 ff.; *Ruhnke*, Prüfung der Einhaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex durch den Abschlussprüfer, AG 2003, 371; *Seibert*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da!, BB 2002, 581; *Seibt*, Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (§ 161 AktG-E), AG 2002, 249; *Ulmer*, Der deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, ZHR 166 (2002), 150; v. *Werder*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen, DB 2002, 801.

¹ *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 7.

² A.A. ohne Begründung und in Widerspruch zu seiner Kommentierung in Rz. 7 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 212.

³ *Ringleb*, in: *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, Rz. 1242.

⁴ *Ringleb*, in: *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, Rz. 1244.

nicht vor, übersteigt aber der addierte Bestand der Aktien *aller* Organmitglieder die 1-Prozent-Schwelle, ist der Gesamtbesitz nach Vorstand und Aufsichtsrat getrennt anzugeben (Ziff. 6.6 Satz 2 DCGK). Von einer individualisierten Auflistung nach Organmitgliedern hat man bewusst abgesehen, da diese keinen zusätzlichen Erkenntniswert hat¹.

Mit der Ziff. 6.6 DCGK wird eine so genannte **Empfehlung** ausgesprochen, von der die Gesellschaften abweichen können. Sie sind in diesem Fall jedoch verpflichtet, den Umstand, dass sie vom Kodex abweichen, offen zu legen. Denn der Kodex begründet keine Verpflichtung zur Einhaltung seiner Empfehlungen, sondern gemäß der Präambel des Kodex allein die Pflicht, im jährlichen Turnus zu erklären, ob und inwieweit die Gesellschaft dem Kodex folgt („**comply or explain**“). Die Erklärung ist auf Grund von § 161 AktG von jeder börsennotierten Gesellschaft abzugeben, im Internet zu veröffentlichen und gemäß §§ 285 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8, 325 Abs. 1 Satz 1 HGB² in den Jahresabschluss und ggf. den Konzernabschluss aufzunehmen. Allerdings bereitet den Prüfern der Umstand Schwierigkeiten, dass die nach § 15a WpHG und nach Ziff. 6.6 des Kodex mitteilungspflichtigen Personen ihre Aktien-geschäfte als Privatleute getätigt haben und sie nicht nach § 320 HGB zur Mitwirkung an der Anschlussprüfung oder zur Auskunft verpflichtet sind³. Die Entsprechenserklärung enthält eine vergangenheitsbezogene Komponente, mit der die Gesellschaft versichert, dass dem Kodex entsprochen wurde bzw. Abweichungen aufgedeckt wurden, und eine zukunftsbezogene Komponente, ob man dies auch künftig zu tun gedenkt oder vom Kodex abweichen will. Stellt sich im Folgejahr heraus, dass die Gesellschaft sich nicht an die zukunftsbezogene Komponente gehalten hat, muss sie die Entsprechenserklärung für das letzte Jahr korrigieren⁴.

7. Bilanzrechtliche Vorschriften

Nach § 285 Satz 1 Nr. 9 lit. a und b HGB sind die Gesamtbezüge der Organmitglieder und damit auch Bezugsrechte anzugeben, es sei denn, die Ausnahmenvorschrift des § 286 Abs. 4 HGB greift ein. Der Gesetzgeber hat § 285 Satz 1 Nr. 9 lit. a HGB dahingehend verschärft⁵, dass börsennotierte Aktiengesellschaften zusätzlich unter Namensnennung die Bezüge jedes einzelnen Vorstandsmitglieds, aufgeteilt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung, gesondert anzugeben haben. Dies gilt auch für Leistungen, die dem Vorstandsmitglied für den Fall der Beendigung seiner Tätigkeit zugesagt worden sind. Enthält der Jahresabschluss weitergehende Angaben zu bestimmten Bezügen, sind auch diese zusätzlich einzeln anzugeben. Die Hauptversammlung kann mit einer Drei-Viertel-Mehrheit für einen Zeitraum von bis zu 5 Jahren beschließen, diese Angaben nicht zu veröffentlichen (§ 286 Abs. 5 HGB). Gemäß § 289 Abs. 2 Nr. 5 HGB sind bei börsennotierten Aktiengesellschaften zudem die Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft für die in § 285 Satz 1 Nr. 9 HGB genannten Ge-

1 Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl. 2010, Rz. 1245.

2 Die Bestimmungen wurden durch das Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) vom 19.7.2002, BGBl. I 2002, 2681, eingefügt.

3 Gelhausen/Hönsch, Deutscher Corporate Governance Kodex und Abschlussprüfung, AG 2002, 529 (535).

4 Pfüller, in: Fuchs, § 15a WpHG Rz. 8.

5 Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG) vom 3.8.2005, BGBl. I 2005, 2267.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

samtbezüge anzugeben. In §§ 314 Abs. 1 Nr. 6 lit. a, Abs. 2 Satz 2, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB finden sich für den Konzernabschluss parallele Regelungen.

8. Ansprüche nach dem Informationsfreiheitsgesetz

- 158 Die BaFin unterfällt dem Anwendungsbereich des Informationsfreiheitsgesetzes. Pläne für eine Bereichsausnahme zugunsten von Bundesbank und BaFin¹ konnten sich zu Recht nicht durchsetzen und wären auch systemwidrig gewesen², denn bereits das IFG selbst regelt das Spannungsverhältnis zwischen Informationsanspruch und Geheimnisschutz. Der Anspruch der Bürger nach §§ 1, 2 IFG richtet sich auf alle Informationen, die die Bundesbehörden im Rahmen ihrer behördlichen Aufgabenerfüllung erlangen³, wozu auch die von der BaFin im Wege von § 15a WpHG erlangten Meldungen gehören. Da die nach § 15a Abs. 1 WpHG erlangten Informationen ohnehin gemäß § 15a Abs. 4 WpHG veröffentlicht werden, kann die BaFin sich nicht auf Geheimhaltungsinteressen nach § 3 Nr. 4 IFG i.V.m. § 8 WpHG berufen⁴. Allerdings kann sie die Antragsteller gemäß § 9 Abs. 3 IFG auf das Unternehmensregister verweisen, bei dem diese Informationen hinterlegt sind (s. oben Rz. 122)⁵.

§ 15b**Führung von Insiderverzeichnissen**

(1) Emittenten nach § 15 Abs. 1 Satz 1 oder Satz 2 und in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen haben Verzeichnisse über solche Personen zu führen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Die nach Satz 1 Verpflichteten müssen diese Verzeichnisse unverzüglich aktualisieren und der Bundesanstalt auf Verlangen übermitteln. Die in den Verzeichnissen geführten Personen sind durch die Emittenten über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären. Als im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen gelten nicht die in § 323 Abs. 1 Satz 1 des Handelsgesetzbuchs genannten Personen.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. Umfang und Form der Verzeichnisse,
2. die in den Verzeichnissen enthaltenen Daten,
3. die Aktualisierung und die Datenpflege bezüglich der Verzeichnisse,
4. den Zeitraum, über den die Verzeichnisse aufbewahrt werden müssen, und
5. Fristen für die Vernichtung der Verzeichnisse.

1 Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften der Zahlungsdiensterichtlinie (Zahlungsdiensteumsetzungsgesetz), BR-Drucks. 827/08, S. 3.

2 *Gurlit*, WM 2009, 773 (774).

3 Zu Einzelheiten s. oben *Döhmel* § 8 Rz. 22 ff.; *Möllers*, in: KölnKomm. WpHG, § 8 Rz. 60 ff. Grundlegend zum Verhältnis des IFG zum WpHG auch *Möllers/Wenninger*, ZHR 170 (2006), 455 ff.

4 *Gurlit*, WM 2009, 773 (778); *Möllers*, in: KölnKomm. WpHG, § 8 Rz. 69.

5 *Gurlit*, WM 2009, 773 (776).

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

In der Fassung des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10).

Europäische Rechtsakte: Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

Schrifttum: *Brandi/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642; *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424; *von Buttlar*, Kapitalmarktrechtliche Pflichten in der Insolvenz, BB 2010, 1355; *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Der Konzern 2005, 1; *Freiherr von Falkenhausen/Widder*, Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG, BB 2005, 225; *Grothaus*, Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?, ZBB 2005, 62; *Holzborn/Israel*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkPSPG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis, WM 2004, 1948; *Kirschhöfer*, Führung von Insiderverzeichnissen bei Emittenten und externen Dienstleistern, Der Konzern 2005, 22; *Klawitter*, Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten eines börsennotierten Unternehmens, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2008, § 32; *Koch*, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Lühns/Korff*, Der Zeitpunkt für das Führen von Insiderverzeichnissen, ZIP 2008, 2159; *Möllers*, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts, AcP 208 (2008), 1; v. *Neumann-Cosel*, Die Reichweite des Insiderverzeichnisses nach § 15b WpHG, 2008; *Renz/Stahlke*, Wird die Watch-List bei Kreditinstituten durch das Insiderverzeichnis abgelöst?, ZfGK 2006, 353; *Rodewald/Tüxen*, Neuregelung des Insiderrechts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) – Neue Organisationsanforderungen für Emittenten und ihre Berater, BB 2004, 2249; *Sven H. Schneider*, Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897; *Uwe H. Schneider*, Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, 645; *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, Die Führung von Insiderverzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten, ZIP 2004, 1621; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005; *Sethe*, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 2006, 243; *Sethe*, Erweiterung der bank- und kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten um Reporting-Systeme, ZBB 2007, 421; *Simon*, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13; *Steidle/Waldeck*, Die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen unter dem Blickwinkel der informationellen Selbstbestimmung, WM 2005, 868; *Süßmann*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2008, Teil 4 Kap. 4 T1 = S. 784 f.; *Tollkühn*, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 2215; *Veith*, Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, NZG 2005, 254; *Villeda*, Prävention und Repression von Insiderhandel, 2010; *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537; *Zimmer*, Insiderverzeichnisse, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153.

Inhaltsübersicht

I. Entstehungsgeschichte	1	5. Pflicht zur Aktualisierung des Insiderverzeichnisses	56
II. Regelungsgegenstand und -ziel	2	a) Auslöser der Aktualisierungs- pflicht	56
III. Regelungsvorbilder	5	b) Frist	59
IV. Europarechtlicher Hintergrund	9	6. Aufbewahrung	60
V. Anwendungsbereich	12	a) Art der Aufbewahrung	60
1. Überblick	12	b) Aufbewahrungsfrist	61
2. Emittenten von Finanzinstrumen- ten	13	c) Vertraulichkeit und Pflicht zur Löschung	63
3. Im Auftrag oder für Rechnung eines Emittenten handelnde Personen	17	7. Pflicht zur Übermittlung	64
4. Ausnahme	26	8. Mögliche Verfassungswidrigkeit	65
VI. Pflicht zur Führung und Aktualisie- rung des Insiderverzeichnisses (§ 15b Abs. 1 Satz 1, 2 WpHG)	28	9. Rechte des Betriebsrats	66
1. Anlass, Art und Aufbau des Verzeichnisses	28	VII. Aufklärungspflicht (§ 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG)	69
a) Anlass	28	1. Aufklärungspflichtiger	69
b) Art des Verzeichnisses	29	2. Inhalt der Aufklärung	70
c) Aufbau des Verzeichnisses	29a	3. Form der Aufklärung	72
2. In das Verzeichnis aufzunehmende Personen	37	4. Zeitpunkt und Wiederholung der Aufklärung	73
a) Überblick	37	VIII. Auswirkungen des § 15b WpHG	74
b) Einzelfälle	42	IX. Die Verordnungsermächtigung (§ 15b Abs. 2 WpHG)	77
c) Bewertung	49	X. Sanktionen	78
3. Inhalt des Verzeichnisses	50	1. Bußgeld	78
a) Allgemeine Angaben	50	2. Strafvorschriften	81
b) Angaben über die zu erfassenden Personen	51	3. Zivilrechtliche Sanktionen	84
c) Grund für die Aufnahme sowie Zeitangaben	52	XI. Ansprüche nach dem Informa- tionsfreiheitsgesetz	87
4. Grenzüberschreitende Konstel- lationen	55		

I. Entstehungsgeschichte

- 1 Die Vorschrift ist durch das am 30.10.2004 in Kraft getretene Anlegerschutzverbesserungsgesetz eingeführt worden¹. Sie dient der Umsetzung des Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) und Art. 5 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG. Die Pflicht zur Führung und Aktualisierung des Verzeichnisses (§ 15b Abs. 1 Satz 1 und 2 WpHG) war bis auf kleinere sprachliche Abweichungen bereits im Referentenentwurf des AnSVG enthalten². Die in Satz 3 enthaltene Aufklärungspflicht und die in Satz 4 geregelte Ausnahme fehlten. Sie wurden – ebenso wie die in Absatz 2 Satz 1 Nr. 5 enthaltene Regelung in Bezug auf die Fristen zur Vernichtung der Verzeichnisse – erst im Regierungsentwurf einge-

1 Art. 1 Nr. 5 des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630).

2 RefE AnSVG vom 10.3.2004, abgedruckt in ZBB 2004, 168 ff.

fügt¹. Das weitere Gesetzgebungsvorhaben passierte die Norm ohne weitere Änderungen. Durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz wurde in Absatz 1 Satz 1 die Formulierung „oder Satz 2“ ergänzt². Die Einfügung ist eine Folge der Änderung von § 15 Abs. 1 WpHG. Es sollen auch solche Emittenten, die einen Antrag auf Zulassung ihrer Finanzinstrumente gestellt haben, zur Führung von Insiderverzeichnissen verpflichtet sein³.

II. Regelungsgegenstand und -ziel

Die Regelung verpflichtet Emittenten, in einem Verzeichnis alle Personen zu erfassen, die bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen (dazu Rz. 41)⁴ haben. Weiterhin muss der Emittent diesen Personenkreis über die rechtlichen Pflichten belehren, die sich aus dem Zugang zu Insiderwissen ergeben. Emittenten von Finanzinstrumenten werden damit besonderen Organisationspflichten im Hinblick auf die Compliance mit insiderrechtlichen Vorschriften unterworfen⁵. Wie auch die Beispiele der § 25a Abs. 1 Satz 1 KWG, §§ 10, 33 WpHG belegen, bedient sich der Gesetzgeber verstärkt des Instruments der **unternehmensinternen Prävention** durch Organisations-, Anzeige- und Registrierungspflichten, um Verstöße gegen das Insiderrecht zu verhindern. Die Emittenten und Wertpapierdienstleistungsunternehmen werden als Teile des Aufsichtssystems begriffen. Der Gesetzgeber verlagert Bausteine der Aufsicht in diese Unternehmen und macht diese zu seinem verlängerten Arm, was dort einen erheblichen bürokratischen Aufwand verursacht (s. auch Rz. 49)⁶. Für die Anwendung der Norm durch die Praxis erweist sich der 2005 von der BaFin erstmals veröffentlichte und 2009 aktualisierte Emittentenleitfaden als nützlich⁷. Bei ihm handelt es sich um eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift, die keine Bindungswirkung entfaltet⁸, der Praxis aber verdeutlicht, wie die BaFin die gesetzlichen Vorgaben versteht und anwendet.

Der Vorschrift des § 15b WpHG kommen vier Funktionen zu⁹. (1) Die Führung des Verzeichnisses erleichtert es den von § 15b WpHG erfassten Adressaten, innerhalb ihres Wirkungskreises den Fluss der Insiderinformationen zu überwachen und damit ihren

1 RegE AnSVG vom 30.4.2004, BR-Drucks. 341/04, S. 20, sowie vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 14.

2 Art. 1 Nr. 8 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10).

3 RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 74.

4 Zu deren Definition s. oben Assmann § 13 Rz. 4 ff.

5 Grundlegend zu Compliance Uwe. H. Schneider, ZIP 2003, 645; Hauschka, Compliance am Beispiel der Korruptionsbekämpfung, ZIP 2004, 883. S. auch unten Rz. 74 ff.

6 Diesen Aufwand kritisieren auch Bürgers, BKR 2004, 424 (426); Freiherr von Falkenhausen/Widder, BB 2005, 225; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948 (1952); Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 12 ff.; Uwe H. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1621; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 5; s. auch Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 43; Zimmer, Finanzmarktrecht – Quo Vadis?, BKR 2004, 421 (422) sowie unten Rz. 49.

7 Zum Leitfaden und seiner Aktualisierung s. Claussen/Florian, AG 2005, 745 ff.; Krämer/Heinrich, ZIP 2009, 1737 ff.; Bedkowski, BB 2009, 394 ff.; Burg/Marx, AG 2009, 487 ff.

8 BGH v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, AG 2008, 380 (382).

9 Die Gesetzesmaterialien erwähnen nur die dritte Funktion, vgl. BT-Drucks. 15/3174, S. 36. Erwägungsgrund Nr. 6 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG der Kommission vom

Geheimhaltungspflichten nachzukommen (**Organisations- und Überwachungsfunktion**)¹. (2) Die Aufklärung der Personen mit Zugang zu Insiderwissen bewirkt, dass diesem Personenkreis das Insiderhandelsverbot vor Augen geführt wird. Dadurch verstärkt sich die Abschreckungswirkung des strafrechtlich sanktionierten Verbots (**Abschreckungsfunktion**)². (3) Die Vorschrift ermöglicht und erleichtert der BaFin die Überwachung von Insidergeschäften und erfüllt damit eine § 9 WpHG vergleichbare Funktion. Das der BaFin auf Verlangen zuzusendende Verzeichnis dient als Ermittlungswerkzeug (**Strafverfolgungsfunktion**)³. (4) Zudem wird erreicht, dass in einem späteren Strafverfahren gegen eine nach § 15b WpHG belehrte Person der Vorsatz leichter nachweisbar ist; das Vorliegen eines Verbotsirrtums ist nach der Belehrung unwahrscheinlich (**Durchsetzungsfunktion**)⁴.

- 4 Erwägungsgrund Nr. 6 der Durchführungsrichtlinie stellt fest, dass sowohl die Emittenten als auch die zuständigen Behörden in der Lage sein müssen, die Insiderinformationen, zu denen die einzelnen Insider Zugang haben, sowie den Zeitpunkt, zu dem sie den Zugang erhalten haben, zu ermitteln. Die Vorgaben der Richtlinie führen im Ergebnis dazu, dass Emittenten nun eine Pflicht zu organisatorischen Maßnahmen und zu internen Kontrollverfahren trifft⁵. § 15b WpHG schreibt zudem eine Aufklärungspflicht der Mitarbeiter vor. Angesichts dieser beiden Vorgaben ist es zumindest für größere Unternehmen in der Praxis nur noch ein kleiner Schritt, gleich eine **unternehmensinterne Compliance-Richtlinie** zu verabschieden⁶ und im Unternehmen bekannt zu machen.

III. Regelungsvorbilder

- 5 Die Norm ist ohne Regelungsvorbild im deutschen Kapitalmarktrecht. Zwar ist das Management jedes Unternehmens gesellschaftsrechtlich und aufsichtsrechtlich verpflichtet, organisatorische Maßnahmen zu ergreifen, um die unbefugte Weitergabe von Insiderwissen nach Möglichkeit zu verhindern⁷. Eine ausdrückliche Pflicht zur

29.4.2004, ABL. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70, nennt die erste und dritte Funktion. Die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 115 beschreibt immerhin die erste bis dritte Funktion.

1 So auch *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 2; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 4. Ausführlich zu den kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 146 ff.; *Sethe*, ZBB 2007, 421 ff.; *Sethe*, ZBB 2006, 243 (253 ff.).

2 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 1; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 4.

3 So auch *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rz. 238 f.; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 1; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 2; kritisch dazu v. *Ilberg/Neises*, WM 2002, 635 (647) (unter Hinweis auf § 9) und *Steidle/Waldeck*, WM 2005, 868 (871 f.) (unter Hinweis auf das Recht auf informationelle Selbstbestimmung); grundsätzlich ablehnend *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644). Den Erfolg von funktionsbezogen aufgebauten Verzeichnissen bezweifelt auch *Villeda*, S. 335.

4 *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rz. 238 f. *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 49 und *Villeda*, S. 298 betonen zu Recht, dass allein die Aufnahme einer Person in das Insiderverzeichnis noch keinen Beleg für eine Kenntnis der Information darstellt und folglich nicht vom Nachweis des Vorsatzes entbindet.

5 *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1623).

6 Ebenso *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1623).

7 Einzelheiten bei *Assmann*, § 14 Rz. 63 ff.; *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1622); *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 146 ff.; *Sethe*, ZBB 2006, 243 (253 ff.).

systematischen Erfassung von Personen mit Zugang zu Insiderinformationen war damit jedoch nicht verbunden.

Besondere präventive Pflichten werden Wertpapierdienstleistungsunternehmen auferlegt. Eine ausdrückliche, an Institute gerichtete Pflicht, Mitarbeiter zu erfassen, die über Insiderwissen verfügen, fand sich erstmals in den **Mitarbeiterleitsätzen**¹ der BaFin. Aufgrund der aus § 33 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. folgenden Pflicht zur Vermeidung von Interessenkollisionen waren Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute gehalten, Wertpapiergeschäfte ihrer Mitarbeiter zu kontrollieren und Beschränkungen zu unterwerfen. Mit der Umsetzung der MiFID wurden diese Pflichten nun in § 33b WpHG (s. dort) und für Nichtwertpapierdienstleistungsunternehmen in § 25a KWG verankert². Im Unterschied zu § 15b WpHG erfasst § 33b WpHG jedoch nicht Emittenten, sondern Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Auch weichen die Zielrichtungen der Vorschriften voneinander ab, da § 15b WpHG allein die Verhütung des Insiderhandels bezweckt (s. oben Rz. 2 f.), während § 33b WpHG die Vermeidung jeglicher Interessenkollision und Preisgabe vertraulicher Information vor Augen hat (vgl. § 33b Abs. 3 WpHG). § 15b WpHG will zudem die Verfolgung des Insiderhandels erleichtern und soll durch Aufklärung der erfassten Personen präventiv wirken (s. oben Rz. 3). Derart weit reichende Funktionen werden § 33b WpHG nicht zugeschrieben.

Die in § 15b WpHG verwirklichte Idee einer systematischen Erfassung von Tatsachen, die eine erleichterte Aufdeckung des Insiderhandels ermöglichen, lag auch der so genannten **watch-list** zugrunde, die von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten gemäß der Compliance-Richtlinie³ der BaFin zu führen waren. Zwar wurde die Compliance-Richtlinie zum 1.11.2007 aufgehoben, doch gelten ihre Inhalte weiterhin als best practice zur Erfüllung der Pflichten aus § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 und 3 WpHG. Bei der watch-list handelt es sich um eine nicht öffentliche, laufend aktualisierte Liste von Wertpapieren oder Derivaten, zu denen im Wertpapierdienstleistungsunternehmen Informationen über compliance-relevante Tatsachen vorliegen (meldepflichtige Werte). Hierunter sind insbesondere Insiderinformationen gemäß §§ 13, 15 WpHG zu verstehen (Ziff. 3.2.1 Compliance-Richtlinie). Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, bei denen in Ausübung ihrer Tätigkeit compliance-relevante Informationen anfallen, müssen unverzüglich eine entsprechende Meldung an die Compliance-Stelle vornehmen, damit die watch-list ergänzt werden kann. Die watch-list wird von der Compliance-Stelle streng vertraulich geführt. Die auf der Liste vermerkten Werte unterliegen grundsätzlich keinen Handels- und/oder Beratungsbeschränkungen. Die Liste dient vielmehr dazu, der Compliance-Stelle die Überwachung der Eigenhandels- bzw. Mitarbeitergeschäfte in den betreffenden Werten zu ermöglichen, um Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot oder ge-

1 Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen und des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel über Anforderungen an Verhaltensregeln für Mitarbeiter der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute in Bezug auf Mitarbeitergeschäfte vom 7.6.2000 (BAnz. Nr. 131 v. 15.7.2000, S. 13 790). Dazu *Eisele*, in: Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl. 2007, § 109 Rz. 130 ff.; *Sethe*, Anlegerschutz, S. 852 ff.

2 Vgl. das Schreiben der BaFin vom 23.10.2007 zur Aufhebung der Wohlverhaltensrichtlinie, der Compliance-Richtlinie und der Mitarbeiterleitsätze und das Rundschreiben 8/2008 (WA) – Überwachung von Mitarbeitergeschäften gemäß § 33b WpHG und § 25a KWG – WA 31 – Wp 2200-2008/0028 vom 18.8.2008.

3 Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG vom 25.10.1999 (BAnz. Nr. 210 v. 6.11.1999, S. 18453); dazu 4. Aufl. des Kommentars § 33 Rz. 29 ff.; *Eisele*, in: Bankrechts-Handbuch, 2. Aufl. 2001, § 109 Rz. 85 ff.; *Sethe*, Anlegerschutz, S. 857 ff.

gen die Interessenwahrungspflicht aufdecken zu können¹. Ferner dient die watch-list zur Beobachtung, ob eingerichtete Chinese Walls zwischen den verschiedenen compliance-relevanten Bereichen des Unternehmens eingehalten werden. Die Wirksamkeit der watch-list basiert damit auf generalpräventiven Überlegungen. Die Compliance-Stelle erfährt von bereichsübergreifenden Informationsflüssen und kann kontrollieren, ob die Bereichsüberschreitung zulässig war. Außerdem kann sie den von Mitarbeitern veranlassten Handel in solchen Wertpapieren überprüfen. Das Führen einer watch-list ersetzt aber nicht das Insiderverzeichnis, da sich ihre Anwendungsbereiche unterscheiden (z.B. hinsichtlich des Freiverkehrs oder hinsichtlich der Dienstleister)².

- 8 Neben der watch-list führen Wertpapierdienstleistungsunternehmen noch eine Stoppliste (**restricted-list**). Mit der restricted-list unterwirft das Unternehmen sich selbst und seine Mitarbeiter einer Selbstbeschränkung, um zu verhindern, dass im Unternehmen vorhandene Insiderinformationen ausgenutzt werden können. Auf der restricted-list sind alle Finanzinstrumente vermerkt, in denen das Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut aufgrund vorhandenen Insiderwissens nicht handeln darf. Bei der Aufnahme von Werten auf die restricted-list kann die Nennung eines Grundes für die Aufnahme nur insoweit erfolgen, als die entsprechenden Tatsachen bereits öffentlich bekannt sind. Andernfalls würde eine Insiderinformation innerhalb des Wertpapierdienstleistungsunternehmens verbreitet und es bestünde die Gefahr, dass die Mitarbeiter dies ausnutzen. Die restricted-list erfüllt eine ähnliche Funktion wie die Insiderverzeichnisse (s. oben Rz. 2 f.), da sie einen Verstoß des Instituts gegen das Insiderrecht verhindern soll (präventive Funktion). Die Inhalte beider Aufstellungen sind jedoch grundverschieden.

IV. Europarechtlicher Hintergrund

- 9 Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz eingefügte Regelung des § 15b WpHG beruht auf Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der **Marktmissbrauchsrichtlinie**³, die Marktintegrität durch Verhinderung von Marktmissbrauch (in Gestalt von Insidergeschäften und Marktmanipulationen) gewährleisten soll. Bereits der ursprüngliche Richtlinienentwurf enthielt eine Regelung, wonach Emittenten Verzeichnisse der Personen führen müssten, die Zugang zu Insiderinformationen haben⁴. In seiner Stellungnahme schlug der Wirtschafts- und Sozialausschuss zahlreiche Änderungen vor,

1 Sethe, Anlegerschutz, S. 861; 4. Aufl. des Kommentars, § 33 Rz. 31.

2 Renz/Stahlke, ZfgK 2006, 353 ff.

3 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16; zu den Vorarbeiten etwa Dier/Fürhoff, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604; v. Ilberg/Neises, Die Richtlinienentwürfe der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik, WM 2002, 635 (643 ff.); Seitz, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340 (342 f.); Weber, Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, EuZW 2002, 43; Weber, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW 2004, 28 (30 f.). Aus englischer Perspektive Avgouleas, Financial Market Regulation and the New Market Landscape: In Search of a New Regulatory Framework for Market Abuse, International and Comparative Corporate Law Journal 2 (2000), 89 ff., der vor allem den Aspekt der Selbstregulierung untersucht.

4 Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 30.5.2001, KOM(2001) 281 endg. – 2001/0118(COD), ABl. EG Nr. C 240 v. 28.8.2001, S. 265.

die aber nicht die Insiderverzeichnisse betrafen¹. Der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments regte an, dass das Verzeichnis der Aufsichtsbehörde jederzeit auf Verlangen zugänglich gemacht werden müsse². Weiterhin befürwortete er, dass Einzelheiten im Wege des Lamfalussy-Verfahrens festgelegt werden³. Die Vorschläge gingen in den Gemeinsamen Standpunkt⁴ und in Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 und Art. 6 Abs. 10, 4. Spiegelstrich der am 28.1.2003 verabschiedeten Marktmissbrauchsrichtlinie ein. Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 lautet: „Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass Emittenten oder in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen ein Verzeichnis der Personen führen, die für sie auf Grundlage eines Arbeitsvertrags oder anderweitig tätig sind und Zugang zu Insider-Informationen haben. Die Emittenten bzw. die in ihrem Auftrag oder die für ihre Rechnung handelnden Personen müssen dieses Verzeichnis regelmäßig aktualisieren und der zuständigen Behörde auf Anfrage übermitteln.“

Um die notwendige Flexibilität zur Anpassung der Richtlinie an künftige Entwicklungen sicherzustellen, legt Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie den Kreis der erfassten Personen sowie die Einzelheiten zur Führung des Insiderverzeichnisses nicht abschließend fest, sondern überlässt dies der im Wege des Lamfalussy-Verfahrens erarbeiteten Durchführungsrichtlinie (Art. 6 Abs. 10, 4. Spiegelstrich, 17 Abs. 2). Die verschiedenen Regelungskomplexe der Marktmissbrauchsrichtlinie wurden getrennt behandelt. Für den hier interessierenden Komplex erteilte die Kommission dem Committee Of European Securities Regulators (CESR) am 31.1.2003 ein Mandat, Vorschläge für Durchführungsmaßnahmen zur Marktmissbrauchsrichtlinie zu erarbeiten⁵. Sie benannte dabei u.a. das Thema der Insiderverzeichnisse und bat um die Klärung, an welche Tatbestandsmerkmale die Pflichten zur Führung und zur Aktualisierung des Verzeichnisses geknüpft werden sollen. CESR forderte daraufhin interessierte Parteien auf, konkrete Maßnahmenbereiche zu identifizieren⁶. 20 Stellungnahmen gingen ein⁷. Am 15.4.2003 leitete CESR einen Konsultationsprozess ein⁸. Eine öffentliche Anhörung fand am 12.5.2003 in Paris

1 Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses zu dem „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)“ (2002/C 80/14) vom 17.1.2002, ABl. EG Nr. C 80 v. 3.4.2002, S. 61 ff.

2 Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments vom 27.2.2002 – A5-0069/2002, S. 32 (Änderungsantrag Nr. 37 a.E.).

3 Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments vom 27.2.2002 – A5-0069/2002, S. 32 f. (Änderungsantrag Nr. 39).

4 Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 50/2002 vom 19.7.2002, vom Rat festgelegt gemäß dem Verfahren des Artikels 251 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft im Hinblick auf den Erlass einer Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. C 228 E v. 25.9.2002, S. 19.

5 An Additional Mandate to CESR for Technical Advice on Possible Implementing Measures Concerning the Directive on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), MARKT/G2 D(2003) vom 31.1.2003.

6 Schreiben vom 7.2.2003 (CESR/03-037).

7 Results of CESR's Call for Evidence on the Second Mandate on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-087) vom 28.3.2003.

8 *The Committee Of European Securities Regulators, Consultation Paper on the Second Set of Implementing Measures for the Directive on Market Abuse*, (CESR/03-102b) vom 15.4.2003.

statt¹. CESR veröffentlichte die eingegangenen Anregungen² und seinen Abschlussbericht³ im August 2003. Dieser Bericht enthält in den Rz. 27–36 Vorschläge zu den Voraussetzungen, unter denen eine Pflicht zur Führung des Verzeichnisses oder zu dessen Aktualisierung ausgelöst wird. Weiterhin wurden der Umfang der aufzunehmenden Daten und die Frist für deren Aufbewahrung beschrieben. Schließlich schlägt CESR vor, eine Aufklärungspflicht für den als Insider erfassten Personenkreis vorzusehen. Am 10.11.2003 legte die Generaldirektion Binnenmarkt ein Arbeitspapier zur Durchführung der Art. 1 Abs. 1 und 2 und Art. 6 Abs. 3, 4 und 9 der Marktmissbrauchsrichtlinie vor⁴, das mit wenigen Abweichungen bereits den später verabschiedeten Richtlinienentwurf des Art. 5 enthielt. Am 27.1.2004⁵ und am 17.2.2004⁶ folgten formelle, dem Europäischen Wertpapierausschuss (ESC) und dem Europäischen Parlament vorgelegte Kommissionsentwürfe eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen (ESC-48/2003). Am 3.3.2004 folgte eine überarbeitete Version dieses Dokuments⁷. Mit Datum vom 7.4.2004 legte die Kommission dem Europäischen Wertpapierausschuss einen weiteren Entwurf zur Entscheidung vor⁸, den dieser am 19.4.2004 billigte.

- 11 Die Kommission verabschiedete am 29.4.2004 die Durchführungsrichtlinie⁹, die in ihrem Art. 5 die Insiderverzeichnisse regelt. Die Marktmissbrauchsrichtlinie (Art. 18

1 *The Committee Of European Securities Regulators*, Open Hearing On Possible Level 2 Implementing Measures Of The Proposed Market Abuse Directive (CESR/03-119) vom 30.4.2003.

2 *The Committee Of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) vom 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) vom August 2003.

3 *The Committee Of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) vom August 2003.

4 DG Internal Market Services' Working Document on the Implementation of Article 1 Paragraphs 1 and 2 and Article 6 Paragraphs 3, 4 and 9 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), Working Document ESC 38/2003.

5 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf einer zweiten Reihe von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 vom 27.1.2004.

6 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 1 – Bereinigte Fassung vom 17.2.2004.

7 Überarbeiteter, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 2 – Bereinigte Fassung vom 3.3.2004.

8 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss zur Abstimmung am 19.4.2004 vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 4 – vom 7.4.2005.

9 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

Abs. 1) und die Durchführungsrichtlinie (Art. 12 Abs. 1) waren bis zum 12.10.2004 in nationales Recht umzusetzen. Diese Frist überschritt Deutschland geringfügig¹.

V. Anwendungsbereich

1. Überblick

Die Vorschrift verpflichtet zum einen Emittenten von Finanzinstrumenten i.S. des § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG und zum anderen die in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen zur Führung eines Insiderverzeichnisses. Beide Personengruppen unterliegen eigenständigen Pflichten zur Führung eines Insiderverzeichnisses und zur Aufklärung². Die im Auftrag oder für Rechnung eines Emittenten handelnden Personen werden also nicht dem Emittenten zugerechnet, so dass ihre Pflicht zur Führung des Verzeichnisses und zur Aufklärung entfielen. Zudem ist der Emittent grundsätzlich nicht verpflichtet, die von ihm eingeschalteten Dienstleister über ihre Pflichten aus § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG aufzuklären. Es ist grundsätzlich Aufgabe des Rechtsunterworfenen, sich selbst um die aufsichtsrechtlichen Pflichten zu kümmern³.

2. Emittenten von Finanzinstrumenten

In Bezug auf den persönlichen Anwendungsbereich knüpft die Vorschrift an § 15 Abs. 1 Satz 1 und 2 WpHG an. Zur Führung von Insiderverzeichnissen und zur Aufklärung sind alle **Inlandsemitenten** (§ 2 Abs. 7 WpHG) von Finanzinstrumenten (§ 2 Abs. 2b WpHG) verpflichtet (§ 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Als Inlandsemittent gilt auch ein solcher, der für seine Finanzinstrumente eine Zulassung beantragt hat (§ 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG). Maßgebend ist der Zeitpunkt des Zugangs des Antrags bei der Geschäftsführung⁴. Die Rücknahme oder Ablehnung des Antrags beseitigt die Pflichten aus § 15b WpHG nicht rückwirkend, sondern nur für die Zukunft. Ansonsten hätte es der Antragsteller in der Hand, sich der Börsenfolgepflichten einseitig zu entledigen⁵. **Von § 15b WpHG nicht erfasst** sind Emittenten, deren Finanzinstrumente nicht zugelassen, sondern auf Antrag eines Handelsteilnehmers lediglich in den regulierten Markt *einbezogen* sind (§ 33 BörsG)⁶. Denn die **Einbeziehung** erfolgt auf Antrag eines Handelsteilnehmers, ohne dass es einer Zustimmung des Emittenten bedürfte. Aus diesem Grunde ergibt es Sinn, den Emittenten nicht zusätzlichen Pflichten zu unterwerfen, wenn er auf die Einbeziehung in den Handel keinerlei Einfluss hatte. Dieses Ergebnis ist auch richtlinienkonform, denn der Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsrichtlinie beschränkt sich auf Finanzinstrumente, die an einem regulierten Markt zugelassen sind oder werden sollen (vgl. Art. 9 Abs. 3 der

¹ Das der Umsetzung dienende Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) trat am 30.10.2004 in Kraft.

² Ebenso *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 16; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 45.

³ Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 31; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 17.

⁴ *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 13; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 20.

⁵ *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 13; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 20.

⁶ *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 10.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

Richtlinie)¹. Von § 15b WpHG nicht erfasst werden auch Finanzinstrumente, die nur im **Freiverkehr** (Open Market) oder in **außerbörslichen Handelssystemen** (z.B. **Telefonhandel**), gehandelt werden. An dieser Stelle zeigt sich ein Bruch in der gesetzlichen Konzeption. Da § 15b WpHG an § 15 Abs. 1 WpHG und nicht an die §§ 12, 13 WpHG anknüpft, ist sein Anwendungsbereich enger als der des Insiderhandelsverbots, da sowohl die in den regulierten Markt als auch in den Freiverkehr eingebogenen Finanzinstrumente nicht erfasst werden und zudem die bloße Ankündigung einer Börsenzulassung im Gegensatz zu § 12 Satz 2 WpHG nicht ausreicht, um die Pflichten des § 15b WpHG auszulösen. Dies ist inkonsequent, denn die Vorschrift soll gerade dazu dienen, die Verfolgung des Insiderhandels zu erleichtern (s. oben Rz. 3)².

- 14 Da § 15b Abs. 1 WpHG keine Konzernklausel enthält, erfasst die Vorschrift nur den Emittenten der Finanzinstrumente, nicht auch mit ihm **verbundene Unternehmen**³. Konzernunternehmen können jedoch im Einzelfall als im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Person anzusehen sein (s. unten Rz. 24).
- 15 Emittenten, für die ein anderer Mitgliedstaat der EU/des EWR Herkunftsland ist, unterfallen ebenfalls dem Anwendungsbereich des § 15b WpHG, wenn die von ihnen begebenen Finanzinstrumente allein zum Handel an einem regulierten Markt in Deutschland zugelassen sind oder eine solche Zulassung beantragt ist. Sie gelten in diesem Fall als Inlandsemittenten (§ 2 Abs. 7 Nr. 2 WpHG). Emittenten aus Drittstaaten sind ebenfalls erfasst, wenn sie die Voraussetzungen des § 2 Abs. 6 Nr. 1 lit. b oder Nr. 2 oder Nr. 3 lit. c WpHG erfüllen. In diesem Fall ist die Bundesrepublik ihr Herkunftsstaat und sie gelten nach § 2 Abs. 7 Nr. 1 WpHG als Inlandsemittenten.
- 16 Die Verpflichtungen des § 15b WpHG gelten für Emittenten aller Arten von Finanzinstrumenten. Hierzu gehören neben Wertpapieren wie Aktien, Aktienzertifikaten, Schuldverschreibungen, Genussscheinen, Optionsscheinen und anderen vergleichbaren Wertpapieren auch Derivate. Der Tatbestand knüpft also an § 2 Abs. 2b WpHG an, auf dessen Kommentierung verwiesen werden kann (§ 2 Rz. 40g ff.). § 15b WpHG erlangt für Produkte der EUREX keine Bedeutung, da diese nicht zugelassen, sondern von der EUREX selbst entwickelt werden⁴.

3. Im Auftrag oder für Rechnung eines Emittenten handelnde Personen

- 17 Neben dem Emittenten sind auch die „in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handelnden Personen“ von der Vorschrift erfasst und zur Führung eigener Insiderverzeichnisse, Aufklärung und Belehrung verpflichtet. Die BaFin bezeichnet diesen Personenkreis schlagwortartig als „**Dienstleister**“⁵. Der Tatbestand ist vage und verursacht daher Rechtsunsicherheit⁶. Eine Auslegung muss zwei Gesichtspunkte

¹ Eine Schutzlücke entsteht hierdurch nicht, da die Einbeziehung eine Börsennotierung im In- oder Ausland voraussetzt; innerhalb der EU/des EWR ist damit die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnisses gewährleistet, *Zimmer*, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1156; v. *Neumann-Cosel*, S. 46 ff.

² Hierauf weist zu Recht *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 7, 13 hin.

³ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117 f.; *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1624).

⁴ *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 11.

⁵ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 116.

⁶ Dies beklagt etwa *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 13 Rz. 88.

berücksichtigen: (1) Zu Recht betont die BaFin¹, dass der Begriff „Auftrag“ weit zu verstehen ist und sich nicht auf den „Auftrag“ i.S. des § 675 BGB beschränkt. Ebenfalls weit zu verstehen ist die gesetzliche Formulierung „für Rechnung“, die gerade nicht nur Kommissionsgeschäfte meint. Dies ergibt eine richtlinienkonforme Auslegung, da der Wortlaut des Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie in den anderen Amtssprachen gerade keine Begriffe verwendet, die im juristischen Sprachgebrauch mit bestimmten Vertragstypen gleichgesetzt werden könnten². Auch der Sinn und Zweck der Regelung erfordern ein weites Verständnis des Wortlauts. Denn die Möglichkeit eines Zugangs zu Insiderinformationen hängt nicht mit bestimmten Vertragstypen zusammen. Die Tatbestandsmerkmale „im Auftrag“ oder „für Rechnung“ sind also dahingehend zu verstehen, dass alle Personen erfasst werden, die (zumindest auch) **im Interesse des Emittenten handeln**³. Auf die Natur des zwischen Emittenten und Drittem bestehenden Rechtsverhältnisses kommt es nicht an, da Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie nicht nur Personen erfasst, die im Auftrag des Emittenten handeln, sondern auch solche, die lediglich auf Rechnung des Emittenten tätig sind; gemeint sind daher auch gesetzliche Schuldverhältnisse (wie das Beispiel des Insolvenzverwalters zeigt, s. unten Rz. 20)⁴ und der eher theoretische Fall eines bloßen Gefälligkeitsverhältnisses⁵, solange das Schuld- bzw. Gefälligkeitsverhältnis im Interesse des Emittenten erbracht wird. Dieses weite Verständnis entspricht der Rechtslage beim Insiderhandelsverbot, das sich gerade auch nicht nur an Personen richtet, die mit dem Emittenten in *vertraglichen* Beziehungen stehen. Im Übrigen sei angemerkt, dass deshalb der von der BaFin für diesen Personenkreis geprägte Begriff „Dienstleister“ zu Missverständnissen Anlass geben kann. (2) Dieses weite Verständnis der Tatbestandsmerkmale würde dazu führen, dass sämtliche Arten der Geschäftsbesorgung in den Anwendungsbereich von § 15b WpHG fallen. Aufgrund der systematischen Stellung der Norm und ihres Zwecks (s. oben Rz. 2 f.) ist eine einschränkende Auslegung geboten. Erfasst werden nur solche im Auftrag und für Rechnung handelnde Personen, die aufgrund ihrer Tätigkeit **bestimmungsgemäß** (dazu im Einzelnen s. unten Rz. 39) **Kenntnis von Insiderinformationen** (dazu im Einzelnen s. unten Rz. 41) erlangen. Denn die Vorschrift dient gerade der Prävention des Insiderhandels. Es lässt sich daher zusammenfassend feststellen, dass nur solche Dienstleister gemeint sind, die (zumindest auch) im Interesse des Emittenten tätig werden und dabei typischerweise Zugang zu Insiderinformationen haben. Ein Beschränkung auf Personen, die *überwiegend* im Interesse des Emitten-

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 116.

2 Beispielsweise lautet die englische Fassung „or persons acting on their behalf or for their account“. Vgl. auch die französische Version „ou des personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci“.

3 Ebenso *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 15 f.; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 21; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 18; a.A. *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644), die nur Kommissionsverhältnisse i.S. der §§ 383 ff. HGB als erfasst ansehen; a.A. auch v. *Neumann-Cosel*, S. 63 ff., der nur Personen erfassen will, die *überwiegend* im Interesse des Emittenten tätig sind.

4 Abweichend aber *Leuering*, NZG 2005, 12 (13); *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 16; v. *Neumann-Cosel*, S. 59 ff., die nur vertragliche Schuldverhältnisse erfassen wollen; unklar *Zimmer*, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1158, der „insbesondere vertragliche Schuldverhältnisse“ als erfasst ansieht und „gesetzliche Schuldverhältnisse ... im Allgemeinen“ nicht hinreichend findet, aber gleichwohl den aufgrund Gesetzes tätigen Insolvenzverwalter als auf Rechnung des Emittenten handelnde Person erfasst.

5 A.A. v. *Neumann-Cosel*, S. 59 f., der meint, die Anwendung von § 15b WpHG wirke so abschreckend, dass dann keine Gefälligkeit mehr gewährt würde. Daher müsse man die Norm einschränkend auslegen.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

ten tätig sind, ist nicht erforderlich, da das Merkmal des bestimmungsgemäßen Zugangs zu Insiderinformation bereits eine ausreichende Eingrenzung erlaubt¹.

- 18 Die Pflichten des § 15b WpHG treffen nur die Inlandsemittenten und die Dienstleister, nicht aber auch sonstige **Dritte**. Gibt ein Dienstleister den Auftrag weiter, so fällt der Subunternehmer nicht unter § 15b WpHG, da er nicht unmittelbar im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelt, sondern für den (Haupt-)Dienstleister arbeitet. Dieser muss den Subunternehmer in sein Insiderverzeichnis aufnehmen und belehren².
- 19 Bei den Dienstleistern handelt es sich insbesondere um Angehörige freier Berufe, also **Rechtsanwälte, Steuerberater, externe Buchhalter und Wirtschaftsprüfer** (zur Ausnahme des § 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG s. unten Rz. 26 f.) sowie **Unternehmensberater**. Dies gilt auch für den Fall, dass einzelne Organmitglieder einen Berater zuziehen. Sie müssen dann nicht selbst ein Insiderverzeichnis führen, sondern der Berater wird im Auftrag des Emittenten tätig und ist in dessen Verzeichnis aufzunehmen³. Von § 15b WpHG sind auch **Gutachter** erfasst, die vom Emittenten mit einer Prüfung beauftragt werden, bei der sie bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Bei **Hochschullehrern** ist zu differenzieren. Werden sie kraft ihrer dienstlichen Stellung tätig, handeln sie in hoheitlicher Funktion und unterfallen deshalb nicht § 15b WpHG (s. unten Rz. 24). Werden sie dagegen als Privatgutachter beauftragt oder sind sie als Auftragnehmer in Drittmittelprojekten tätig, gelten sie als Gutachter und müssen § 15b WpHG beachten⁴. Eine entsprechende Differenzierung nimmt die BaFin bei **Notaren** vor⁵.
- 20 Auch der **Insolvenzverwalter** eines Emittenten ist von den Vorgaben des § 15b WpHG betroffen. Zwei Fragen sind auseinander zu halten: (1) Die Rechtsprechung hat entschieden, dass die den Vorstand des Emittenten treffenden wertpapierhandelsrechtlichen Pflichten trotz der Eröffnung des Insolvenzverfahrens weiterhin den Vorstand des Emittenten treffen⁶. Denn der Insolvenzverwalter habe allein die Masse zu verwalten; nicht alle öffentlich-rechtlichen Pflichten gingen automatisch auf ihn über. Überträgt man diesen Gedanken auf § 15b WpHG, ist weiterhin das geschäftsführende Organ verpflichtet, für den Emittenten ein Insiderverzeichnis zu führen und der Aufklärungspflicht innerhalb des Unternehmens nachzukommen⁷. Mit § 11 WpHG hat der Gesetzgeber diese Rechtsprechung nun kodifiziert. (2) Daneben trifft den Insolvenzverwalter aber aus seiner Rechtsstellung eine eigenständige Pflicht, für

1 Zimmer, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 8; Zimmer, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1157; a.A. v. Neumann-Cosel, S. 63 ff.

2 Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 23; Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 28; Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 20; a.A. Steidle/Waldeck, WM 2005, 868 (870), die annehmen, der Subunternehmer müsse ein eigenes Insiderverzeichnis führen.

3 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 22; v. Neumann-Cosel, S. 72 f.; a.A. Kirschhöfer, Der Konzern 2005, 22 (25).

4 Ebenso Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 27; Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 28.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117; Rundschreiben der BNotK 25/2005 vom 17.8.2005, (<http://www.notk-berlin.de/bnotk.html>); ebenso Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 27; a.A. Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 24.

6 So in Bezug auf Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG BVerwG v. 13.4.2005 – 6 C 4/04, ZIP 2005, 1145 (1148) mit Anm. Ott; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 27; anders noch VG Frankfurt/M. v. 29.1.2004 – 9 E 4228/03 (V), ZIP 2004, 469; Dehlinger, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 1. Aufl. 2005, § 11 Rz. 3 m.w.N.

7 So jetzt auch von Buttlar, BB 2010, 1355 (1359).

seine Kanzlei ein Insiderverzeichnis zu führen und die bei ihm tätigen Mitarbeiter zu belehren¹. Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie erfasst ausdrücklich auch Personen als Dienstleister, die auf Rechnung des Emittenten tätig sind. Der Insolvenzverwalter wird kraft der herrschenden Amtstheorie² gerade nicht als Organ des Emittenten, sondern materiellrechtlich wie prozessual im eigenen Namen und aus eigenem Recht, jedoch mit Wirkung für und gegen die Masse tätig. Mit hin handelt er auf Rechnung des Emittenten. Der Umstand, dass er nicht vertraglich bestellt wird, schadet nicht, denn mit dem von der BaFin geprägten missverständlichen Begriff des Dienstleisters werden alle Personen erfasst, die (zumindest auch) im Interesse des Emittenten handeln; die Natur der Rechtsbeziehung ist unbeachtlich (s. oben Rz. 17). Somit ist der Insolvenzverwalter im Verzeichnis des Emittenten als Dienstleister zu führen und muss seinerseits für die eigenen Mitarbeiter ein eigenes Insiderverzeichnis führen³.

Erfasst ist weiterhin die **Investor-Relations-Agentur**, die den Emittenten bei Maßnahmen zur Beziehungspflege zu Investoren berät. Sie erhält im Rahmen dieser Tätigkeit typischerweise Zugang zu Insiderinformationen. Ein **Übersetzungsbüro**, das Ad-hoc-Mitteilungen oder vertrauliche Vertragsentwürfe übersetzt, oder die **Druckerei**⁴, die Prospekte druckt, erhalten ebenfalls bestimmungsgemäß Kenntnis von Insiderinformationen. 21

Ratingagenturen, die ein vom Emittenten in Auftrag gegebenes Rating erstellen, handeln im Interesse des Emittenten⁵. Sie kommen zudem im Rahmen der Befragung des Emittenten bestimmungsgemäß mit Insiderinformationen in Berührung. In einer derartigen Konstellation unterfallen sie daher dem Anwendungsbereich des § 15b WpHG. Anders ist dies, falls eine Ratingagentur aus eigener Initiative oder auf Veranlassung eines Dritten (z.B. eines Investors) ein Rating erstellt („unsolicited rating“). Die Agentur handelt in diesem Fall nicht im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten und wird daher nicht von § 15b WpHG erfasst. Zudem werden unsolicited ratings nur aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen erstellt, so dass es auch an der Möglichkeit des Zugangs zu Insiderinformationen fehlt (vgl. § 13 Abs. 2 WpHG). 22

Kreditinstitute sind dann als Dienstleister i.S. des § 15b WpHG anzusehen, wenn sie über die allgemeinen Bankdienstleistungen (z.B. Kontobeziehung) hinausgehende Dienstleistungen erbringen und damit im Interesse oder in der Sphäre des Emittenten tätig werden. Zu den Dienstleistungen, die mit Zugang zu Insiderwissen verbunden sind, gehören sicherlich die Beratung anlässlich eines Börsengangs, einer Kapitalmaßnahme oder einer Akquisition (Einbindung der Bereiche Corporate Finance oder Mergers & Acquisitions). Fraglich ist, ob auch die Kreditvergabe schon eine Dienstleistung darstellt, bei der das Institut bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen erhält. Die BaFin ordnet die Kreditvergabe als allgemeine Bankdienstleistung 23

1 Im Ergebnis auch von *Buttler*, BB 2010, 1355 (1359).

2 Vgl. die Nachweise bei *Ott/Vuia*, in: MünchKomm. InsO, 2. Aufl. 2007, § 80 Rz. 27.

3 *Zimmer*, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 12; *Zimmer*, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1158; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 24; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 27; a.A. v. *Neumann-Cosel*, S. 77 f.

4 *Koch*, DB 2005, 267 (270).

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117; *Uwe H. Schneider/von Buttler*, ZIP 2004, 1621 (1624); *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 19; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 25; a.A. *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 33.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

ein und lehnt die Anwendung des § 15b WpHG ohne nähere Begründung ab¹. Ganz so eindeutig ist dieses Ergebnis jedoch nicht, wenn man bedenkt, dass die Emittenten aufgrund von § 18 KWG ihre wirtschaftlichen Verhältnisse offen legen müssen. Zudem werden viele Emittenten seit Umsetzung der Vorgaben von Basel II einem externen oder internen Kreditrating unterzogen werden. Daher hat das Kreditinstitut durchaus Zugang zu sensiblen Informationen. Allerdings verfolgen sowohl die Vorgabe des § 18 KWG als auch das Kreditrating allein das Ziel, eine leichtfertige Kreditvergabe zu verhindern². Die Prüfung der Kreditwürdigkeit liegt daher ausschließlich im Interesse des kreditgewährenden Instituts und seiner Einleger, nicht aber im Interesse des Emittenten. Damit fehlt es an einem „Tätigwerden für den Emittenten“. Wird dagegen das Kreditinstitut über die reine Kreditgewährung hinaus beratend tätig und entwickelt im Zusammenhang mit der Kreditvergabe ein Corporate-Finance-Konzept, erbringt es seine Leistung im Interesse des Emittenten und unterliegt den Vorgaben des § 15b WpHG³. Zu beachten ist im Übrigen, dass Kreditinstitute doppelt von der Pflicht des § 15b WpHG betroffen sein können. Sind ihre eigenen Finanzinstrumente börsenzugelassen, unterfallen sie in ihrer Eigenschaft als Emittent der Vorschrift des § 15b WpHG. Erbringen sie darüber hinaus noch Dienstleistungen an Kunden, die ihrerseits Zugang zu Insiderinformationen haben, ist das Kreditinstitut zugleich als Dienstleister aus § 15b WpHG verpflichtet⁴.

- 24 **Nicht erfasst** sind dagegen Behörden, Gerichte, Staatsanwaltschaften und die Polizei, da sie nicht im Interesse des Emittenten, sondern zur Erfüllung der ihnen obliegenden gesetzlichen Aufgaben tätig werden⁵. Daher rechnet die BaFin Notare, die kraft ihres öffentlichen Amtes tätig sind, ebenfalls nicht zu den erfassten Personen (s. oben Rz. 19 a.E.). Auch **Lieferanten** und **Abnehmer** unterfallen nicht dem § 15b WpHG, da Austauschbeziehungen dadurch gekennzeichnet sind, dass jede Vertragspartei nur im eigenen Interesse tätig wird⁶. Mangels Konzernklausel sind auch **verbundene Unternehmen** nicht von den Pflichten aus § 15b WpHG betroffen (s. oben Rz. 14)⁷. Eine Pflicht zur Führung eines (eigenständigen) Insiderverzeichnisses kommt aber dann in Betracht, wenn das verbundene Unternehmen oder seine Organmitglieder oder Angestellten aufgrund der Gestaltung des Einzelfalls zum Kreis der Dienstleister zu zählen ist und deshalb über Zugang zu Insiderinformationen verfügt⁸. Im Entwurf des Emittentenleitfadens waren noch Hilfspersonen von Aufsichtsratsmitgliedern des Emittenten als Dienstleister erfasst⁹. Dies hat man in der endgültigen Fassung zu Recht gestrichen, denn diese Personen werden regelmäßig

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117; ebenso Uwe H. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1624); Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 42 f.; Heinrich, in: Köln-Komm. WpHG, § 15b Rz. 26; a.A. aber ebenfalls ohne nähere Begründung Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 13 Rz. 88 Fn. 3.

2 Bock, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, 3. Aufl. 2008, § 18 KWG Rz. 3.

3 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 19a; a.A. Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 33.

4 Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 43.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117; Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 20. Diese rechtspolitische Entscheidung kritisiert Kirschhöfer, Der Konzern 2005, 22 (26); zu Recht a.A. Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 28; Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 20.

6 So im Ergebnis auch BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117; Uwe H. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1624).

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117 f.; v. Neumann-Cosel, S. 73 f.

8 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117 f.; Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 21; Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 29.

9 BaFin, Entwurf des Emittentenleitfadens (Stand: 22.12.2004), S. 92.

vom Emittenten entlohnt und fallen daher ohnehin in den Anwendungsbereich der Vorschrift (s. oben Rz. 19)¹. Nur wenn sie nicht für den Emittenten tätig werden, sondern vom Aufsichtsratsmitglied privat angestellt wurden, unterliegen sie nicht § 15b WpHG, da es an der unmittelbaren Rechtsbeziehung zum Emittenten fehlt. **Groß- und Mehrheitsaktionäre** sind ebenfalls nicht im Interesse des Emittenten tätig. Vielmehr nehmen sie ihre Rechte als Gesellschafter innerhalb des Unternehmens regelmäßig im Eigeninteresse wahr².

Die Dienstleister sind zur selbstständigen Führung des Insiderverzeichnisses verpflichtet. 25

4. Ausnahme

Der **Vertreter der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft** bzw. der **Abschlussprüfer** und eventuelle **Gehilfen** sind ausdrücklich von der Führung von Insiderverzeichnissen befreit (§ 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG, § 323 Abs. 1 Satz 1 HGB). Ausweislich der Gesetzgebungsmaterialien soll mit dieser Bestimmung Art. 12 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt werden, der bestimmt, dass innerstaatliche Vorschriften über das Berufsgeheimnis gewahrt bleiben. So recht zu überzeugen vermag dieser Hinweis jedoch nicht, denn mit dieser Begründung hätte man auch Rechtsanwälte des Emittenten freistellen müssen³. Angesichts der ausdrücklichen Entscheidung des Gesetzgebers scheidet eine Ausdehnung der Norm auf alle freien Berufe im Wege der Analogie aus⁴. 26

Die Befreiung des § 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG gilt allerdings nur, wenn die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bzw. der Wirtschaftsprüfer in der Eigenschaft als Abschlussprüfer i.S. von § 323 HGB tätig wird, sie also eine gesetzlich auferlegte Prüfung durchführen. Solche Prüfungen sind etwa die Jahresabschlussprüfung (§ 316 HGB), die Gründungsprüfung (§ 49 AktG), Sonderprüfungen (§ 258 Abs. 5 Satz 1 AktG) und die Verschmelzungsprüfung (§ 11 UmwG), die Prüfung von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln (§ 209 Abs. 4 Satz 2 AktG, § 57f Abs. 3 Satz 2 GmbHG), die Nachgründungsprüfung (§§ 52 f. AktG) und die Prüfung von Unternehmensverträgen (§ 293d Abs. 2 AktG). § 323 HGB ist bei allen diesen gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen anzuwenden, und zwar auch dann, wenn keine ausdrückliche Verweisung auf § 323 HGB erfolgt⁵. Von der Ausnahme des § 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG erfasst sind diejenigen Personen oder Unternehmen, die zum Abschlussprüfer gewählt oder bestellt wurden (vgl. § 318 Abs. 1, 2 HGB für den Wahlbeschluss des 27

1 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 22.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 118; Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 29; Uwe H. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1624); v. Neumann-Cosel, S. 113 f.; unklar Schwin-
tek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44, der den Zugang zu Insiderwissen der Mitarbeiter des Emittenten aus ihrer Beteiligung am Emittenten oder an verbundenen Unternehmen als erfasst ansieht. Er klärt aber nicht, wie ein Mitarbeiter des Emittenten über seine gesellschaftsrechtliche Beteiligung an verbundenen Unternehmen Zugang zu Insiderkenntnissen bei Emittenten erlangt. Zudem wird der Mitarbeiter dann gerade nicht in seiner Funktion als Beschäftigter des Emittenten tätig. Nur in dieser ist er aber von § 15b WpHG erfasst.

3 Kritisch nun auch Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 26; Freiherr von Falkenhausen/Widder, BB 2005, 225; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 32 Fn. 58; Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 31; v. Neumann-Cosel, S. 80; Zimmer, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1159.

4 Ebenso v. Neumann-Cosel, S. 80 f.

5 Wiedmann, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, 2. Aufl. 2008, § 323 HGB Rz. 2.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

Unternehmens zum Abschlussprüfer sowie § 318 Abs. 3, 4 HGB für gerichtliche bestellte Prüfer)¹. Gehilfen sind alle auf Veranlassung des Abschlussprüfers tätigen Personen, wobei streitig ist, ob als Gehilfe nur gilt, wer prüfungsspezifische Aufgaben wahrnimmt², oder ob es ausreicht, dass die Person Zugang zu sensiblen Informationen hat³. Letzteres ist überzeugend, denn die Verschwiegenheitspflicht des § 323 Abs. 1 Satz 1 HGB hat auch den Sinn eines Verbots der Verwendung von Insiderinformationen⁴. Soweit der Prüfer also die Leistung der Abschlussprüfung erbringt und dabei Zugang zu Insiderinformationen hat, muss der Emittent die prüfende Gesellschaft bzw. den Prüfer und dessen Gehilfen im eigenen Insiderverzeichnis führen. Soweit die Gesellschaft bzw. der Prüfer dagegen **andere Dienstleistungen als die Abschlussprüfung** erbringt, also beispielsweise Beratungsleistungen anbietet, gelten dieselben Verpflichtungen wie für andere Dienstleister. In diesem Fall muss die Gesellschaft bzw. der Prüfer ein eigenes Insiderverzeichnis führen und ihre/seine Mitarbeiter nach § 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG belehren⁵.

VI. Pflicht zur Führung und Aktualisierung des Insiderverzeichnisses (§ 15b Abs. 1 Satz 1, 2 WpHG)

1. Anlass, Art und Aufbau des Verzeichnisses

a) Anlass

- 28 Die Pflicht zur Führung des Insiderverzeichnisses wird ausgelöst, sobald im Unternehmen **Insiderinformationen vorhanden sind** oder **sich abzeichnen**, dass solche Informationen mit Wahrscheinlichkeit entstehen werden⁶. Der Tatbestand muss bereits im Vorfeld der Entstehung von Insiderinformationen eingreifen, da andernfalls seine vorbeugende Funktion (s. oben Rz. 3) leer liefe. Die Gegenansicht⁷ will den Zeitpunkt noch weiter vorverlagern und stellt darauf ab, ob typischerweise damit zu rechnen ist, dass eine Person im Unternehmen Zugang zu Insiderinformation erlangen wird. Betrachtet man den Emittenten, sind die Unterschiede zur hier vertretenen Ansicht nur marginal, denn bei börsennotierten Unternehmen ist sowohl abstrakt wie konkret immer damit zu rechnen, dass Insiderinformationen (z.B. Gewinnwarnungen) entstehen. Betrachtet man aber Dienstleister, sind die Unterschiede beträchtlich. Jede wirtschaftsrechtlich orientierte Anwaltskanzlei müsste ein Insiderverzeichnis führen, denn typischerweise ziehen börsennotierte Unternehmen Wirtschaftsanwälte zu Rate. Allerdings erhält nicht jede dieser Kanzleien auch Mandate, die Insiderinformationen beinhalten. Und nicht jede Wirtschaftsrechtskanzlei, die börsennotierte Unternehmen berät, kommt automatisch in Kontakt mit Insiderinformationen (z.B. bei der arbeitsrechtlichen oder steuerrechtlichen Beratung). Da-

1 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 27; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 30.

2 So *Hopt/Merkt*, in: Baumbach/Hopt, 34. Aufl. 2010, § 323 HGB Rz. 1.

3 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 27; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 30.

4 Begründung zu § 10 der Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer/vereidigte Buchprüfer – BS WP/vBP.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 118; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 27; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 32; *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 46; *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1624).

6 *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 41.

7 *Lührs/Korff*, ZIP 2008, 2159 ff.

her versagt die typisierende Betrachtungsweise und man wird die Führung eines Insiderverzeichnisses erst verlangen können, wenn der erste Auftrag eines börsennotierten Unternehmens zu einem insiderrechtlich potentiell relevanten Vorgang ansteht. Gleichgültig welcher Ansicht man folgt, beantwortet sich auch eine in der Praxis auftauchende Frage, nämlich ob aus dem Umstand, dass ein Insiderverzeichnis angelegt wurde, zwingend gefolgert werden kann, dass bereits zu diesem Zeitpunkt eine Insiderinformation vorlag mit der Folge einer Ad-hoc-Publizitätspflicht. Einen solchen zwingenden Zusammenhang kann man – wie dargelegt – nicht herstellen¹.

b) Art des Verzeichnisses

Das Insiderverzeichnis ist kein öffentliches Register, sondern eine interne vertrauliche Aufzeichnung, die unter Verschluss zu halten ist (s. unten Rz. 63). Aktionäre oder Dritte haben kein Recht auf Auskunft oder Einsicht (Einzelheiten unten Rz. 63). Das Verzeichnis gibt der BaFin Anhaltspunkte über mögliche Insider, sagt aber nichts darüber aus, ob jemand tatsächlich über eine Insiderinformation verfügt.

c) Aufbau des Verzeichnisses

Es steht im Ermessen des Emittenten oder Dienstleisters, wie er das Verzeichnis aufbaut, solange den Vorgaben der § 15b WpHG, §§ 14–16 WpAIV (Text im Anhang S. 2212) genügt wird, die BaFin also feststellen kann, wann welche Person bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderwissen hatte². Maßstab ist demnach, ob das Verzeichnis richtig und vollständig ist (vgl. § 39 Abs. 2 Nr. 8 WpHG). Der Verantwortliche kann auch mehrere Formen des Aufbaus miteinander kombinieren. Zudem ist es ihm freigestellt, ob er das Verzeichnis in **Papierform** oder **elektronisch** führt, solange gewährleistet ist, dass das Verzeichnis innerhalb angemessener Zeit lesbar ist. Mit dieser vom Gesetzgeber eingeräumten und von der Aufsicht nicht angetasteten Flexibilität versucht der Gesetzgeber, die Indienstnahme der Unternehmen für staatliche Belange (s. oben Rz. 2 f.) ein wenig zu kompensieren und den Unternehmen zu ermöglichen, die für sie passende und damit zumeist auch preiswerteste Variante des Insiderverzeichnisses zu wählen³. Die BaFin schlägt im Emittentenleitfaden zwei Formen des Aufbaus vor⁴:

Der Emittent oder Dienstleister kann das Verzeichnis nach konkreten Insiderinformationen oder Projekten unterteilen und die Personen benennen, die Zugang zu dieser konkreten Information oder diesem konkreten Projekt haben. Ein solcher insiderinformations- oder **projektbezogener Aufbau** wird dann sinnvoll sein, wenn der Emittent nur gelegentlich in Kontakt mit Insiderinformationen kommt oder wenn der Dienstleister nur punktuell für einen Emittenten tätig wird. Die Einrichtung eines solchen Verzeichnisses wird regelmäßig bereits im Vorfeld des Entstehens von Insiderinformationen notwendig. Gerade wenn sich der Vorgang, der eine spätere Insiderinformation begründet, über einen längeren Zeitraum erstreckt und an dem Projekt mehrere Mitarbeiter beteiligt sind (z.B. freundliche oder feindliche Übernahmen, Kapitalmaßnahmen zur Sanierung des Unternehmens etc.), müssen die beteiligten Personen bereits im Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation erfasst sein⁵.

¹ So auch Harbarth, ZIP 2005, 1898 (1903).

² Von diesem Grundsatz geht auch die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 120 aus.

³ Möllers, AcP 208 (2008), 1 (18).

⁴ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 120 f.

⁵ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 120.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

Die BaFin hat deshalb zu Recht im Emittentenleitfaden klargestellt, dass die Aufnahme eines Projekts in ein derartiges Insiderverzeichnis als solches noch nicht den Schluss rechtfertigt, dass bereits eine ad-hoc-publicitätspflichtige Insiderinformation vorliegt. Denn gerade der Zweck des Verzeichnisses erfordert es, bereits *im Vorfeld* alle Projekte zu erfassen, von denen zu erwarten ist, dass aus ihnen eine Insiderinformation entstehen wird. Der für den Charakter einer ad-hoc-publicitätspflichtigen Insiderinformation erforderliche Konkretisierungsgrad liegt zu diesem Zeitpunkt regelmäßig noch nicht vor.

- 31 Der Emittent oder Dienstleister kann das Verzeichnis anhand der unternehmenseigenen **Funktions- und Vertraulichkeitsbereiche** gliedern. Es müssen dann alle Bereiche aufgenommen werden, in denen bestimmungsgemäß (dazu unten Rz. 39) Insiderinformationen anfallen. Bei einem derartigen Aufbau muss die Insiderinformation nicht konkret genannt werden. Dies wäre auch schwierig, wenn in einer Abteilung täglich mehrere Insiderinformationen anfallen. Notwendig ist nur, die Bereiche so genau zu bezeichnen, dass ihnen die Insiderinformationen unproblematisch zugeordnet werden können und dass feststeht, welche konkreten Personen Zugriff auf diese Informationen hatten¹. Als Funktions- und Vertraulichkeitsbereiche, die sich für eine Gliederung eignen, kommen in Betracht: Vorstand, Aufsichtsrat, Rechtsabteilung, Controlling und Finanzen, Public- oder Investor-Relations sowie die Compliance-Abteilung.
- 32 Wie stark das Verzeichnis untergliedert wird, hängt von den tatsächlich bestehenden **Funktions- und Vertraulichkeitsbereichen** im Unternehmen und damit von der konkreten Organisation und dem Geschäftsfeld des Emittenten oder Dienstleisters ab. Man kann es in Abteilungen, einzelne Teams oder Personen gliedern. Dem Ersteller des Verzeichnisses obliegt es einzuschätzen, in welchen Bereichen des Unternehmens typischerweise Insiderinformationen anfallen und welche Personen bestimmungsgemäß (dazu unten Rz. 39) darauf Zugriff haben.
- 33 Das Ermessen in Bezug auf den Aufbau des Verzeichnisses wird begrenzt durch seine Funktion. Haben innerhalb einer großen Abteilung regelmäßig nur einzelne Personen bestimmungsgemäß Zugriff auf Insiderinformationen, darf nicht die ganze Abteilung in das Verzeichnis aufgenommen werden, sondern nur der abgegrenzte Personenkreis. Der Emittentenleitfaden nennt als Beispiel die Buchhaltung². Deren Mitarbeiter haben im Rahmen ihrer Aufgabe ausschließlich Kenntnis einzelner Zahlen und Fakten, die für sich gesehen noch keine Insiderinformation darstellen, sondern die sich erst im Zusammenspiel mit anderen Fakten und Zahlen zu einer solchen verdichten können. In das Insiderverzeichnis sind daher nur die Personen der Buchhaltung aufzunehmen, die den Gesamtüberblick haben.
- 34 Das dem Emittenten oder Dienstleister zustehende Ermessen ist auch überschritten, wenn pauschal alle Mitarbeiter in das Verzeichnis aufgenommen werden³. Die Funktion des Verzeichnisses als Ermittlungswerkzeug für die BaFin würde so vereitelt. Nur wenn es sich um ein kleines Unternehmen mit sehr wenigen Mitarbeitern handelt, bei denen wirklich alle Beschäftigten bestimmungsgemäß Zugang zu Insider-

¹ Ebenso *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 42.

² BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 121.

³ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 121; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 38; *Rodewald/Tüxen*, BB 2004, 2249 (2252); *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1626); *Zimmer*, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1162.

informationen haben, wie z.B. bei Ad-hoc-Dienstleistern, umfasst das Verzeichnis alle im Betrieb tätigen Personen.

In **Anwaltskanzleien** stellt sich die Frage, ob nicht die Software zur Abrechnung der billable hours ausreichend ist, um ein Insiderverzeichnis zu erstellen. Eine solche Lösung dürfte nicht genügen¹. Zwar erlaubt die Software genau nachzuvollziehen, wer in welcher Zeitspanne an welchem Fall gearbeitet hat. Sie unterscheidet jedoch nicht danach, ob man bestimmungsgemäß oder nur zufällig Zugang zu Insiderinformationen hatte und ob es innerhalb der Kanzlei besondere Vertraulichkeitsbereiche gibt oder nicht.

Bei zur **Verschwiegenheit verpflichteten Personen** sind anlassbezogene Verzeichnisse zu führen, also für jeden Mandanten ein Insiderverzeichnis². Denn im Falle eines Herausgabeverlangens der BaFin würde der Dienstleister sonst seine berufliche Schweigepflicht verletzen, wenn er mehr Daten herausgibt als unbedingt erforderlich. Dies steht auch in Einklang mit der Marktmissbrauchsrichtlinie, die in ihrem Art. 12 Abs. 3 gerade betont, dass die Kompetenzen der Aufsicht die innerstaatlichen Rechtsvorschriften über das Berufsgeheimnis unberührt lassen.

2. In das Verzeichnis aufzunehmende Personen

a) Überblick

Hinsichtlich der Personen, die im Insiderverzeichnis zu erfassen sind, stellt § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG zwei Voraussetzungen auf. Die Personen müssen für den Emittenten oder Dienstleister tätig sein und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Informationen müssen ihrerseits einen **direkten oder indirekten Bezug zum Emittenten** aufweisen (Art. 5 Abs. 1 a.E. der Durchführungsrichtlinie). Diese Einschränkung kommt im Wortlaut des § 15b WpHG nicht ausreichend zum Ausdruck. Anhaltspunkte dafür, dass der Gesetzgeber über die Vorgaben der Richtlinie hinausgehen und auch Insiderinformationen bezüglich anderer Unternehmen erfassen wollte, fehlen³. Daher ist § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG richtlinienkonform zu interpretieren.

Wie ein Blick auf Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 Satz 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie zeigt, meint der Begriff des „Tätigseins“ Beschäftigte, die **auf arbeitsvertraglicher Grundlage** oder **anderweitig** bei dem Emittenten oder Dienstleister beschäftigt sind. Der Begriff ist damit weit zu verstehen. Es kommt nicht auf die Art des Vertrags an⁴, sondern auf die Tatsache, dass die Person innerhalb des Unternehmens **tatsächlich beschäftigt** ist, so dass auch die Bestellung zum Organ ohne Anstellungsvertrag, die freie Mitarbeit⁵ und faktische Arbeitsverhältnisse ausreichen. Die Beschäftigung beim Emittenten muss weder eine Vollzeitstelle sein noch eine ausschließliche Tätigkeit, so dass auch eine reine Nebentätigkeit beim Emittenten ausreicht⁶. Bloße Gefälligkeitsverhältnisse sind ebenfalls erfasst (z.B. unentgeltlich mitarbeitende Fa-

1 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 37.

2 Kritisch *Freiherr von Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225, die dies als unverhältnismäßig ansehen.

3 RegE AnSVG vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36.

4 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 119.

5 *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44.

6 So auch *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 52.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

milienangehörige), solange die Person nur in das Unternehmen eingebunden ist¹. Ein Kriterium hierfür ist die Weisungsabhängigkeit des Betroffenen, ein anderes die direkte Einbindung der Person in Betriebsabläufe. Abzugrenzen ist dieser weit verstandene Personenkreis der Mitarbeiter von den Selbstständigen², die ihrerseits aber in die Kategorie der Dienstleister fallen können, sofern sie im Interesse des Emittenten tätig sind (s. oben Rz. 17 ff.).

- 38a Ein Teil des Schrifttums will im Umkehrschluss aus § 14 Satz 1 Nr. 3 WpAIV, der die Angabe des Familiennamens und das Geburtsdatum verlangt, ableiten, dass **juristische Personen** von § 15b Abs. 1 WpHG nicht erfasst seien³. Dieser Gedankengang überzeugt nicht. Zum einen geht der Autor nicht der Frage nach, ob nicht die WpAIV seinerseits gegen höherrangiges Recht verstößt. Zum anderen nimmt er keine richtlinienkonforme Auslegung vor. Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie erfasst „Personen“. Als solche werden in Art. 1 Nr. 6 der Richtlinie natürliche und juristische Personen definiert. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Regelung in § 14 WpAIV lückenhaft umgesetzt. Da der Gesetzgeber die Richtlinie korrekt umsetzen wollte und keine Anhaltspunkte dafür vorhanden sind, dass juristische Personen ausgenommen sein sollten, ist von einem Redaktionsversehen auszugehen⁴. § 14 WpAIV ist daher so zu verstehen, dass bei juristischen Personen die Angaben über Handelsregister und Anschrift sowie Name, Geburtsdatum und Adresse des Ansprechpartners (dazu unten Rz. 48 a.E.) innerhalb dieser juristischen Person angegeben werden müssen; dies entspricht auch dem Sinn und Zweck von § 15b Abs. 1 WpHG⁵. Die Gegenansicht kommt auf Umwegen zu dem gleichen Ergebnis, indem sie den Ansprechpartner bei dem als juristische Person verfassten Dienstleister in das Insiderverzeichnis aufnehmen will und über dessen Geschäftsadresse dann auch den Dienstleister selbst⁶.
- 39 Die für den Emittenten oder Dienstleister tätige Person muss **bestimmungsgemäß** Zugang zu Insiderinformationen haben. Der Emittentenleitfaden verwendet nicht die Formulierung „bestimmungsgemäß“, sondern „typischerweise“⁷. Diese Formulierung bringt zum Ausdruck, dass es nicht darum gehen kann, ob das Arbeitsverhältnis der betroffenen Person gezielt darauf angelegt ist, mit Insiderinformationen umzugehen⁸. Aus Art. 5 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie ergibt sich vielmehr, dass bei § 15b WpHG der **regelmäßige oder anlassbezogene Zugang** zu Insiderinformationen ausreichend ist. Das Merkmal „bestimmungsgemäß“ setzt voraus, dass ein Ursachenzusammenhang zwischen der Eigenschaft als Beschäftigter und dem

1 Zimmer, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1160; wohl auch Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 22 („jedes Schuldverhältnis“). Enger jedoch Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44, der ein *vertragliches* Verhältnis verlangt. Gegen diese enge Interpretation wendet sich zu Recht Vogel für das vergleichbare Tatbestandsmerkmal „Tätigkeit“ bei § 38 Abs. 1 Nr. 2c WpHG, Vogel, § 38 Rz. 20.

2 Anders offenbar Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44, der auch alle unternehmensexternen Dritte als für den Emittenten „tätig“ ansehen will.

3 v. Neumann-Cosel, S. 83 f.

4 Dieses hat die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 121, bislang nicht erkannt.

5 Ebenso – allerdings mit unterschiedlicher Begründung – Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 31; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 23 a.E.; Zimmer, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1160; Zimmer, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 21; wohl auch Grothaus, ZBB 2005, 62 (67).

6 v. Neumann-Cosel, S. 126 f.

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 116, 117; anders aber BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 118 „bestimmungsgemäß“.

8 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 35 f.

Zugang zu Insiderinformationen besteht¹. Gerade weil die Person beim Emittenten oder Dienstleister mit einer bestimmten Aufgabe betraut wurde, muss sie regelmäßig oder anlassbezogen Zugang zu Insiderinformationen haben. **Nicht ausreichend** ist daher ein bloß **zufälliger Zugang** zu solchen Informationen oder gar ein **widerrechtlicher Zugang** oder eine **Kenntniserlangung bei Gelegenheit** einer anderen Tätigkeit². Der Tatbestand setzt damit voraus, dass der Emittent oder Dienstleister seinen Mitarbeiter so beschäftigt hat, dass dieser stets Zugang zu Insiderinformationen hat oder dass er anlässlich eines bestimmten Projekts mit Insiderinformationen in Kontakt kommen kann³. Die Abgrenzung kann im Einzelfall schwierig sein und es ist dem Emittenten oder Dienstleister im Rahmen des ihm zustehenden Ermessensspielraums zuzugestehen, dass er eine Person im Zweifelsfall vorsorglich in das Verzeichnis aufnimmt⁴. Nicht zulässig wäre es dagegen, der Einfachheit halber alle Mitarbeiter des Emittenten oder Dienstleisters pauschal aufzunehmen (s. oben Rz. 34). Erlangt ein Mitarbeiter rechtswidrig oder zufällig Zugang zu Insiderinformationen, muss er nicht im Nachhinein in das Verzeichnis aufgenommen werden⁵. Allerdings muss ein solcher Vorgang Anlass für den Emittenten sein, die ihm im Umgang mit Insiderinformationen obliegenden Organisationspflichten⁶ zu überprüfen.

Über das Kriterium des „Zugangs“ zu Insiderinformationen soll sichergestellt werden, dass im Verzeichnis nicht nur diejenigen aufgeführt werden, die **tatsächlich über Insiderinformationen verfügen**, sondern auch diejenigen, die bestimmungsgemäß die bloße **Möglichkeit der Kenntniserlangung** haben, also künftig mit Insiderinformationen in Kontakt kommen könnten⁷. Letzteres setzt eine gewisse Prognose voraus. Die Möglichkeit der Kenntniserlangung haben regelmäßig die Personen, die entweder selbst die Insiderinformation schaffen oder an die eine solche weitergegeben wird, weil sie sie zur Erfüllung ihrer betrieblichen Aufgabe benötigen⁸.

Mit dem Begriff der **Insiderinformation** wird auf § 13 WpHG Bezug genommen. Es muss sich also um nicht öffentlich bekannte, hinreichend konkrete Informationen über den Emittenten oder über das Insiderpapier handeln. Gemeint sind den Emittenten „unmittelbar“ betreffende Informationen, deren Veröffentlichung nach § 15 WpHG zu erfolgen hat. Weiterhin kann es sich um Informationen handeln, deren Veröffentlichung wegen § 15 Abs. 3 WpHG vorübergehend ausgesetzt ist. Schließlich muss beachtet werden, dass § 15b WpHG nicht auf die Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG, sondern direkt auf den Begriff der Insiderinformation in § 13 WpHG Bezug nimmt. Daher kann es sich auch um Informationen handeln, die zwar Insiderinformationen i.S. des § 13 WpHG sind, die den Emittenten aber nicht „unmittelbar“

1 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 34; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 22, 41.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 119; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 35; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 59.

3 Aufgrund der Definition der Insiderinformation unterfallen auch solche Personen nicht dem Anwendungsbereich des § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG, die erst nach einer Ad-hoc-Veröffentlichung gemäß § 15 WpHG von der Information Kenntnis erlangen. Denn zu diesem Zeitpunkt hat die Information ihren Charakter als Insiderinformation bereits verloren.

4 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 36.

5 *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 60.

6 Dazu umfassend *Sethe*, ZBB 2006, 243 (253 ff.); *Sethe*, ZBB 2007, 421 (422 ff.).

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 119 oben; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 58; v. *Neumann-Cosel*, S. 93; *Zimmer*, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1162.

8 v. *Neumann-Cosel*, S. 106.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

betreffen und daher nicht nach § 15 WpHG zu veröffentlichen sind¹. Bestätigt wird diese Auslegung durch die Formulierung von Art. 5 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG, die einen direkten oder indirekten Bezug zum Emittenten ausreichen lässt.

b) Einzelfälle

- 42 Damit zählen zu dem in das Verzeichnis aufzunehmenden Personenkreis insbesondere diejenigen Mitarbeiter eines Unternehmens, die als Primärs insider i.S. des § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. c WpHG gelten². (Deckungsgleichheit mit dem Begriff des Primärs insiders im Allgemeinen besteht dagegen nicht, da allein die Beteiligung am Kapital des Emittenten nicht ausreicht, um als für den Emittenten tätig zu gelten, s. Rz. 24, 46 a.E. Zudem sind Konzernsachverhalte anders zu beurteilen als bei § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. a WpHG, s. unten Rz. 46). Erfasst sind zunächst die **Führungspersonen des Unternehmens**. Hierbei kann man auf die Definition des § 15a Abs. 2 WpHG zurückgreifen, der diesen Personenkreis umschreibt. Allerdings muss man bedenken, dass § 15a WpHG nur die Emittenten von Aktien erfasst, während § 15b WpHG die Emittenten aller Arten von Finanzinstrumenten meint. Unter Berücksichtigung dieser Vorgaben sind als Mitarbeiter des Emittenten die Mitglieder des Geschäftsführungsorgans (insbesondere also **Vorstandsmitglieder der AG, geschäftsführungs- und vertretungsbefugte persönlich haftende Gesellschafter der KGaA³ und Geschäftsführer der GmbH**) zu nennen. Auch die **Mitglieder der Aufsichtsorgane** zählen zu diesem Personenkreis (unabhängig davon, ob sie entsandt oder gewählt wurden und welche sonstige Tätigkeit sie noch ausüben). Schließlich gehören die in § 15a Abs. 2 WpHG erwähnten „**top executives**“ hierzu (dazu oben § 15a Rz. 39a). Die in § 15a Abs. 3 WpHG genannten Angehörigen sind nicht per se aufzunehmen, sondern nur dann, wenn sie im Einzelfall für den Emittenten tätig werden und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben (s. oben Rz. 38 ff.)⁴.
- 43 Innerhalb der Angestellten des Unternehmens sind nur solche Personen von § 15b WpHG erfasst, die entsprechend der ihnen zugewiesenen Aufgabe bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben, also vor allem Mitarbeiter der Bereiche **Compliance, M&A, Controlling und Bilanzierung** (soweit sie mit Jahres- und Quartalsabschluss Berührung haben). Sämtliche Personen, die an der Entscheidung über eine **Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht** nach § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG beteiligt waren, sind aufzunehmen. Personen, die diese Entscheidung vorbereitet oder begleitet haben, sind ebenfalls im Insiderverzeichnis zu benennen⁵. Gleiches

1 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 37; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953).

2 S. auch RegE AnSVG vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36; *Schwintek*, Das Anleger-schutzverbesserungsgesetz, S. 44; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 30; *Zimmer*, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 19; v. *Neumann-Cosel*, S. 115.

3 Bei § 15a WpHG herrscht Streit über die Frage, ob nur die geschäftsführungs- und vertretungsbefugten oder auch die nichtgeschäftsführungs- und vertretungsbefugten Komplementäre erfasst sind, vgl. oben *Sethe*, § 15a Rz. 38. Bei § 15b WpHG besteht (bislang) Einigkeit, dass nur geschäftsführungs- und vertretungsbefugten Komplementäre gemeint sein können, v. *Neumann-Cosel*, S. 112 f.

4 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 32.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117, 121; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215 (2219). Nach § 8 Abs. 5 Nr. 2 WpAIV (Text im Anhang S. 2212) sind bei späterer Veröffentlichung der Insiderinformation der BaFin die Insider zu benennen, was praktisch nur mit Vorlage der geführten Insiderverzeichnisse möglich ist, *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644).

gilt für die **Personen, die das Insiderverzeichnis führen**¹. Auch **Vorstandsassistenten** haben regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen². Gleiches gilt für Mitglieder des **Betriebsrats** und des **Wirtschaftsausschusses**³. Ebenfalls in den Anwendungsbereich fallen **Sekretariate** der Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, sofern es zu den Aufgaben des Sekretariats gehört, bei der Tätigkeit zuzuarbeiten, bei der bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen erlangt wird. Fraglich ist, ob auch das Sekretariat eines Aufsichtsratsmitglieds noch erfasst ist, da das Mandat höchstpersönlicher Natur ist⁴. Der Gesichtspunkt der höchstpersönlichen Natur ist nicht ausschlaggebend. Es kommt entscheidend darauf an, wie das Sekretariat eingesetzt wird. Erhält es bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen, ist es von § 15b WpHG erfasst. **Fahrer von Organmitgliedern** sind nicht den Sekretariaten gleichgestellt, denn sie erhalten nicht *bestimmungsgemäß* Zugang zu Insiderinformationen⁵.

Die **Mitarbeiter der Datenverarbeitung**, die aufgrund ihrer Administratorrechte Zugang zum internen E-Mail-Verkehr oder den Datenbanken des Emittenten oder Dienstleisters haben, sind nicht in das Insiderverzeichnis aufzunehmen. Denn es sind nur Personen aufzunehmen, die *bestimmungsgemäß* Zugang zu Insiderinformationen haben. Damit reicht der zufällige oder bei Gelegenheit einer anderen Tätigkeit erlangte Zugang zu Insiderinformationen gerade nicht aus (s. oben Rz. 39). Es gehört nicht zu den Aufgaben der Administratoren, sich mit dem Inhalt von Dateien und Mails auseinander zu setzen. Administratoren haben daher keinen bestimmungsgemäßen Zugang zum Inhalt von insiderrelevanten E-Mails oder Datenbanken⁶.

Andere Bereiche des Unternehmens, z.B. die **Rechtsabteilung**, die übrigen **Finanzbereiche**, die **Produktion**, die **Forschung und Entwicklung** und die **Werbeabteilung** dürften kaum regelmäßigen Zugang zu Insiderinformationen haben. Sie sind also nur dann erfasst, wenn sie anlassbezogenen Zugang haben.

Bei Emittenten, die in einen **Konzern** eingebunden sind, wird die Frage diskutiert, ob Organmitglieder verbundener Unternehmen oder Mitarbeiter des dortigen Beteiligungsmanagements im Rahmen der Konzernleitung als von § 15b WpHG erfasst angesehen werden können⁷. Sie können zwar im Einzelfall im Rahmen der ihnen zugewiesenen Aufgabe über Insiderinformationen verfügen, was sicherlich dafür spricht, sie einzubeziehen. Allerdings fehlt bei § 15b WpHG eine Konzernklausel (s. oben Rz. 14, 24). Die Organmitglieder und Mitarbeiter eines verbundenen Unternehmens gelten nicht als Beschäftigte des Emittenten und unterfallen daher grundsätz-

1 Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze (Stand: 2/2010), W 57a, § 15b WpHG Rz. 5.

2 Anders als § 15a Abs. 2 WpHG setzt § 15b WpHG nicht voraus, dass die Mitarbeiter eigenverantwortlich strategische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten treffen können, dazu oben § 15a Rz. 35. Daher sind bei § 15b WpHG auch Vorstandsassistenten ohne Letztentscheidungsmacht erfasst.

3 Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 69.

4 Diese Frage wirft Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 48, auf, lässt sie aber unentschieden.

5 v. Neumann-Cosel, S. 118 ff.; a.A. Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729 (733 f.).

6 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 119; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 40.

7 So Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 49; Kirschhöfer, Der Konzern 2005, 22 (25); Uwe H. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1624); ebenso wohl Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

lich nicht dem Anwendungsbereich des § 15b WpHG¹. Nur falls der einzelne Mitarbeiter der Mutter- oder Tochtergesellschaft in die Betriebsabläufe des Emittenten eingebunden ist (s. oben Rz. 38), wird er/sie für den Emittenten tätig und ist im Falle des bestimmungsgemäßen Zugangs zu Insiderinformationen in das Insiderverzeichnis des Emittenten einzutragen². Aktionäre der Gesellschaft sind ebenfalls nicht für das Unternehmen tätig und daher nicht zu erfassen (s. auch oben Rz. 24).

- 47 Da das Insiderrecht eine extraterritoriale Wirkung entfaltet, sind auch die entsprechenden **Mitarbeiter im Ausland** in das Insiderverzeichnis aufzunehmen³.
- 48 Ein Zweck des Insiderverzeichnisses ist es, die Insiderüberwachung zu vereinfachen und der BaFin Ermittlungen zu erleichtern. Schaltet der Emittent **externe Dienstleister** ein, müssen diese ein eigenes Insiderverzeichnis führen. Damit die BaFin überhaupt weiß, dass und wann ein Dienstleister eingeschaltet wurde, muss im Insiderverzeichnis des Emittenten die **Beauftragung von Dienstleistern** vermerkt werden, so dass das Verzeichnis alle externen Personen (gleichgültig, ob juristische oder natürliche Person, s. oben Rz. 38a) enthalten muss, die bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben⁴. Da der Dienstleister ein eigenes Insiderverzeichnis führen muss, ist der Emittent bei der Führung seines Insiderverzeichnisses nicht verpflichtet, seinerseits auch alle vom Dienstleister eingeschalteten Mitarbeiter aufzulisten. Ausreichend ist die Nennung des (Dienstleistungs-)Unternehmens und eines dortigen Ansprechpartners (s. oben Rz. 38a)⁵. Auf diese Weise kann die BaFin auch die Weitergabe von Aufträgen an Subunternehmer nachverfolgen⁶.

c) Bewertung

- 49 Im Ergebnis ist ein recht großer Kreis von Personen in das Insiderverzeichnis aufzunehmen. Für den Emittenten und den Dienstleister verursacht § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG einen erheblichen administrativen Aufwand⁷. Zwar wird bisweilen behauptet, dieser Aufwand werde dadurch begrenzt, dass grundsätzlich jede Insiderinformation, die unmittelbar den Emittenten betreffe, sogleich ad-hoc zu veröffentlichen sei. Damit müssten Insiderinformationen seit dem AnSVG früher offen gelegt werden, was die Anzahl der (in die Verzeichnisse aufzunehmenden) Insider limitiere⁸. Diese

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 117 f.; *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644); weiter dagegen *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 74 f., der die Konzernlenkungsfunction ausreichen lässt, um ein Tätigwerden für den Emittenten zu bejahen.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 118; weiter offenbar *Wehowsky*, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze (Stand: 2/2010), W 57a, § 15b WpHG Rz. 5 („Organmitglieder und leitende Angestellte des herrschenden Unternehmens, die den Konzern leiten“); weiter auch v. *Neumann-Cosel*, S. 121 ff., der letztlich keine Einbindung in die in die Betriebsabläufe des Emittenten verlangt, sondern nur den Zugang zu Insiderinformationen.

3 *Kirschhöfer*, Der Konzern 2005, 22 (24); *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1625); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 39; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 23; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 34; v. *Neumann-Cosel*, S. 129 f.

4 Kritisch dazu *Koch*, DB 2005, 267 (270).

5 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 31; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 53. Im Ergebnis ebenso *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 50.

6 Ebenso v. *Neumann-Cosel*, S. 128 f.

7 Zustimmend *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 2; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 5.

8 So noch *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 1. Aufl. 2005, § 25 Rz. 48.

Argumentation überzeugt jedoch nicht. Allein der Umstand, dass später die Insiderinformation ad-hoc zu veröffentlichen ist, lässt nicht die Pflicht zur Aufnahme aller mit der Information in Berührung kommenden Mitarbeiter entfallen. Denn diese können in der kurzen Zeitspanne zwischen Entstehen der Information und ihrer Veröffentlichung nach § 15 WpHG durchaus Insidergeschäfte tätigen. Der entscheidende Gesichtspunkt dürfte sein, ob es dem Emittenten oder Dienstleister gelingt, die Zahl der Personen, die überhaupt Kontakt zu Insiderinformationen haben, zu begrenzen. Die Zeitspanne zwischen Entstehen und Veröffentlichung der Information ist von nicht so zentraler Bedeutung für die Zahl der in § 15b WpHG erfassten Personen. Denn dort sind nur diejenigen zu erfassen, die *bestimmungsgemäß* Zugang zu Insiderinformationen haben, nicht aber auch diejenigen, die zufällig davon erfahren (s. oben Rz. 39). Wären auch diese Personen erfasst, käme es in der Tat auf die Zeitspanne zwischen Entstehen und Veröffentlichung der Information an.

3. Inhalt des Verzeichnisses

a) Allgemeine Angaben

Einzelheiten über den Inhalt des Verzeichnisses regelt § 14 WpAIV (Text im Anhang S. 2212). Das Verzeichnis muss die deutlich hervorgehobene Überschrift „Insiderverzeichnis nach § 15b WpHG“ tragen (§ 14 Satz 1 Nr. 1 WpAIV). Weiterhin muss es den Namen des zur Führung des Insiderverzeichnisses verpflichteten Emittenten oder Dienstleisters enthalten (§ 14 Satz 1 Nr. 2 WpAIV). Delegiert dieser seinerseits die Verantwortung auf Mitarbeiter (z.B. den Compliance-Beauftragten) oder Dritte, ist zusätzlich auch deren Vor- und Familienname, bei juristischen Personen deren Firma anzugeben (§ 14 Satz 1 Nr. 2 WpAIV).

b) Angaben über die zu erfassenden Personen

Während § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG festlegt, welche Personen in das Insiderverzeichnis aufzunehmen sind (dazu s. oben Rz. 37 ff.), regelt § 14 Satz 1 Nr. 3 WpAIV die Frage, welche Daten über diese Personen erfasst werden müssen. Mit dieser Vorgabe wird Art. 5 Abs. 2 lit. a der Durchführungsrichtlinie umgesetzt. Zu erfassen sind jeweils der Vor- und Familienname, Tag und Ort ihrer Geburt sowie ihre Privat- und Geschäftsanschrift (§ 14 Satz 1 Nr. 3 WpAIV). Bei juristischen Personen ist allein die Geschäftsadresse sowie der Vor- und Nachname des Ansprechpartners zu verzeichnen (s. oben Rz. 38a). Die Angaben zu Tag und Ort der Geburt natürlicher Personen sowie ihre Privat- und Geschäftsanschrift können durch eine Bezugnahme auf ein anderes Verzeichnis ersetzt werden, das diese Daten enthält (§ 14 Satz 2 WpAIV). Sie müssen jederzeit unverzüglich im Insiderverzeichnis ergänzt werden können (§ 14 Satz 3 WpAIV). Wird das Insiderverzeichnis auf Anforderung an die Bundesanstalt übermittelt, muss es diese Angaben enthalten (§ 14 Satz 4 WpAIV).

c) Grund für die Aufnahme sowie Zeitangaben

Das Verzeichnis wird nur dann seinen Funktionen gerecht (dazu s. oben Rz. 3 f.), wenn auch der Grund für die Erfassung der jeweiligen Person im Verzeichnis vermerkt ist. Daher verlangt Art. 5 Abs. 2 lit. b der Durchführungsrichtlinie und der zu seiner Umsetzung ergangene § 14 Satz 1 Nr. 4 WpAIV entsprechende Angaben im Verzeichnis. Bei einem anlassbezogen aufgebauten Verzeichnis ist daher die Angabe des Projekts (z.B. „Übernahme des Unternehmens X“) und bei einem nach Funktions- und Vertraulichkeitsbereichen gegliederten Verzeichnis die Angabe des Be-

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

reichs (z.B. „Mitarbeiter des Bereichs M&A“) notwendig. Nur dann kann die BaFin ggf. eine bestimmte Insiderinformation auch einzelnen Mitarbeitern zuordnen. Wurde eine Person bereits wegen ihrer beruflichen Stellung aufgenommen, müssen anlassbezogene Gründe nicht zusätzlich aufgeführt werden¹.

- 53 Aus dem gleichen Grund muss das Datum, ab dem die jeweilige Person Zugang zu Insiderinformationen hatte, und ggf. das Datum, seit dem der Zugang nicht mehr besteht, vermerkt werden (§ 14 Satz 1 Nr. 5 WpAIV). Die Angabe einer Uhrzeit ist nicht notwendig. Eine entsprechende Verpflichtung, die noch im Entwurf der WpAIV enthalten war², wurde nach heftiger Kritik³ nicht in die endgültige Fassung der WpAIV übernommen. Die Zeitangaben hängen im Übrigen davon ab, wie das Insiderverzeichnis geführt wird. Bei einem anlassbezogenen Verzeichnis ist anzugeben, seit wann die einzelne Person Zugang zu der jeweiligen Information besitzt bzw. in das Projekt eingebunden ist und ggf. wann sie wieder ausgeschieden ist oder das Projekt beendet wurde. Wurde die Insiderinformation nach § 15 WpHG publiziert, liegt keine Insiderinformation mehr vor, so dass dies der Beendigung des Projekts gleichkommt. Bei einem nach Funktions- oder Vertraulichkeitsbereichen gegliederten Verzeichnis kommt es darauf an, seit wann die jeweilige Person dem entsprechenden Bereich angehört bzw. die entsprechende Funktion wahrnimmt⁴. Urlaubs- oder kürzere krankheitsbedingte Abwesenheiten sind nicht anzugeben⁵. Für die Frage, ab wann ein Zugang nicht mehr besteht, kommt es auf das endgültige oder längerfristige Ausscheiden der Person aus dem Bereich an.
- 54 Das Datum der Erstellung des Verzeichnisses ist anzugeben. Da das Verzeichnis laufend aktualisiert werden muss (dazu unten Rz. 56 ff.), ist auch der Zeitpunkt der letzten Aktualisierung zu vermerken (§ 14 Satz 1 Nr. 6 WpAIV). Mit dieser Vorgabe wird Art. 5 Abs. 2 lit. c der Durchführungsrichtlinie umgesetzt.

4. Grenzüberschreitende Konstellationen

- 55 Der Emittentenleitfaden sieht vor, dass ein Emittent, der seinen Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR hat, das Insiderverzeichnis nach den aufsichtsrechtlichen Vorgaben dieses Staates führen darf. Die BaFin erkennt in diesen Fällen ein nach den Vorschriften dieses Staates erstelltes Insiderverzeichnis an, selbst wenn es sich z.B. in Art, Aufbau und Inhalt von der deutschen Regelung unterscheidet⁶. Für Emittenten aus Drittstaaten wird man entsprechend vorgehen, wenn das dortige Recht vergleichbare Vorschriften zu Insiderverzeichnissen kennt.

1 Uwe H. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1626); Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze (Stand: 2/2010), W 57a, § 15b WpHG Rz. 7.

2 DiskE WpAIV, ZBB 2004, 422 (443).

3 Gemeinsame Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie e.V. zum Entwurf einer Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 22.9.2004, S. 9; ebenso Freiherr von Falkenhausen/Widder, BB 2005, 225 Fn. 7.

4 Lag dieser Zeitpunkt vor dem Inkrafttreten des AnSVG, konnte der 30.10.2004 als Beginn angegeben werden, BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 122.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 122.

6 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 118.

5. Pflicht zur Aktualisierung des Insiderverzeichnisses

a) Auslöser der Aktualisierungspflicht

§ 15b Abs. 1 Satz 2 WpHG verpflichtet die Emittenten und Dienstleister, die von ihnen zu führenden Insiderverzeichnisse unverzüglich zu aktualisieren. Der Gesetzgeber hat damit Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie und den zu seiner Konkretisierung ergangenen Art. 5 Abs. 3 der Durchführungsrichtlinie umgesetzt. Nicht ausreichend ist eine regelmäßige, in bestimmten Zeitabständen vorgenommene Aktualisierung. Vielmehr wird die Aktualisierungspflicht bei jeder tatsächlichen Veränderung ausgelöst, wenn sie die bisherige Fassung des Insiderverzeichnisses unrichtig oder unvollständig werden lässt.

Dies ist der Fall, wenn sich der Grund für die Aufnahme von Personen in das Verzeichnis nachträglich ändert, wenn neue Personen zum Verzeichnis hinzuzufügen sind oder wenn im Verzeichnis erfasste Personen keinen Zugang zu Insiderinformationen mehr haben. Diese in § 15 WpAIV aufgeführten Fallgruppen sind lediglich Beispiele. Eine Vielzahl weiterer Konstellationen ist denkbar. So wird die Pflicht weiterhin dadurch ausgelöst, dass neue Projekte aufgelegt werden, die Insiderinformationen hervorbringen können. Auch Veränderungen im Kreis der Personen, die das Verzeichnis führen (z.B. Wechsel in der Person des Compliance-Beauftragten), lösen die Aktualisierungspflicht aus. Wie bereits dargelegt, sind urlaubs- oder kurzzeitige krankheitsbedingte Abwesenheiten kein Grund für die Aktualisierung (s. oben Rz. 53).

Die BaFin muss erkennen können, zu welchem Zeitpunkt die Veränderung eingetreten ist. Zwar sieht Art. 5 Abs. 3 der Durchführungsrichtlinie nur für den Fall, dass eine Person keinen Zugang zu Insiderwissen mehr hat, eine Pflicht vor, auch den Zeitpunkt dieser Änderung anzugeben. Aus dieser Regelung kann man aber nicht den Umkehrschluss ziehen, wonach das Datum der Änderung in den anderen genannten Fällen verzichtbar sei. Vielmehr hat die Regelung lediglich klarstellenden Charakter. Aus Art. 5 Abs. 2 lit. c der Durchführungsrichtlinie ergibt sich nämlich, dass bei jeder Änderung das Änderungsdatum anzugeben ist. Hiervon gehen auch § 14 Satz 1 Nrn. 5 und 6 WpAIV aus (s. oben Rz. 53 f.).

b) Frist

Der Emittent oder Dienstleister muss das Verzeichnis „unverzüglich“, d.h. **ohne schuldhaftes Zögern** (§ 121 Abs. 1 Satz 1 BGB), aktualisieren. Die **Frist beginnt** mit der Kenntnis des Emittenten von der tatsächlichen Veränderung. Das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ unterscheidet sich von dem Rechtsbegriff „sofort“ (vgl. § 859 Abs. 3 BGB), der gleichbedeutend ist mit „so schnell wie objektiv möglich“. Mit dem Abstellen auf die Unverzüglichkeit wird dem Betroffenen also eine angemessene Frist zur Prüfung des Vorliegens der Tatbestandsvoraussetzungen und ggf. zur Einholung von Rechtsrat oder einer Auskunft der Bundesanstalt eingeräumt. Steht die Aktualisierungspflicht von vornherein völlig außer Frage, wäre jedes Zögern schuldhaft, und die Frist ist in einem solchen Fall faktisch eine sofortige. Der Meldepflichtige muss substantiiert darlegen, dass er unverzüglich gehandelt hat¹.

¹ OLG München v. 16.11.1987 – 3 W 3109/87, WM 1988, 1408 (1409) (zu § 121 BGB).

6. Aufbewahrung

a) Art der Aufbewahrung

- 60 Es muss gewährleistet sein, dass die Daten sicher und verfügbar sind, gleichgültig, ob das Verzeichnis in Papierform oder elektronisch geführt wird. § 16 Abs. 1 Satz 2 WpAIV (Text im Anhang S. 2212) i.V.m. § 257 Abs. 3 Satz 1 HGB erlaubt u.a. das Ein-scannen oder Verfilmen der Daten, sofern die Übereinstimmung mit dem Original gewährleistet ist und die Daten innerhalb angemessener Frist lesbar gemacht werden können. Angesichts der modernen technischen Möglichkeiten ist eine Wiedergabe oder ein Ausdruck der archivierten Dokumente in sehr kurzer Zeit möglich, weshalb im handelsrechtlichen Schrifttum von einer „prompten“ Lesbarkeit gesprochen wird¹. Der Ausdruck der Dokumente bzw. das Aufsuchen im Archiv wird innerhalb eines Arbeitstages möglich sein.

b) Aufbewahrungsfrist

- 61 Die Daten sind nach ihrer Erstellung **sechs Jahre** aufzubewahren und danach zu vernichten (§ 16 Abs. 2 WpAIV). Mit dieser Lösung geht der deutsche Gesetzgeber über die Vorgabe von fünf Jahren in Art. 5 Abs. 4 der Durchführungsrichtlinie hinaus². Gemäß § 257 Abs. 5 HGB beginnt die Aufbewahrungsfrist mit dem Schluss des Kalenderjahrs, in dem die letzte Eintragung in das Handelsbuch, Inventar etc. gemacht wurde. Die Vorschrift des § 257 Abs. 5 HGB lässt sich nicht ohne weiteres auf Insiderverzeichnisse übertragen³. Es ist daher zu begrüßen, dass § 16 Abs. 2 WpAIV den Versuch unternimmt, die Frist zu konkretisieren. Danach sind die Daten nach ihrer Erstellung sechs Jahre so aufzubewahren, dass jederzeit für einen beliebigen Zeitraum in den letzten sechs Jahren nachgewiesen werden kann, welche Personen Zugang zu Insiderinformationen hatten. Diese Frist beginnt für jeden aktualisierten Datensatz neu. Die Ausführungen der BaFin zur Aufbewahrungsfrist sind wenig erhellend. Sie stellt lediglich fest, dass mit jeder Aktualisierung die Frist neu zu laufen beginne⁴. Nimmt man diese Aussage wörtlich, gibt es keine alten Versionen, die man vernichten könnte. Das Verzeichnis wäre ewig fortzuführen. Dann aber ist die Regelung des § 16 Abs. 1 Satz 2 WpAIV i.V.m. § 257 Abs. 5 HGB überflüssig.
- 62 Auch die Formulierung des § 16 Abs. 2 Satz 2 WpAIV enthält eine Unschärfe⁵. Es ist unklar, was mit Datensatz gemeint ist. Wird der Datensatz einer bestimmten Person oder Abteilung innerhalb der Firma gemeint, wäre das Ergebnis kurios. Beispielsweise wäre ein langjähriges Vorstandsmitglied, dessen Datensatz länger als sechs Jahre unverändert blieb, aus dem Insiderverzeichnis zu löschen, obwohl er weiterhin Zugang zu Insiderinformationen hat. Es kann also nur das Gesamtverzeichnis gemeint sein. Sind die Dateien, in denen ältere Versionen des Gesamtverzeichnisses gespeichert sind, seit mehr als sechs Jahren unverändert, können und müssen sie gelöscht

1 Merkt, in: Baumbach/Hopt, 34. Aufl. 2010, § 257 HGB Rz. 2; vage dagegen Adler/Düring/Schmalz, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 6. Aufl. 2000, § 257 HGB Rz. 64; Wiedmann, in: Ebenroth/Joost/Boujong/Strohn, 2. Aufl. 2008, § 257 HGB Rz. 25 („Verhältnisse des Einzelfalls“).

2 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 62 und Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 54, nennen als Grund für diese Erweiterung die maximale strafrechtliche Verjährungsfrist von sechs Jahren. Der DiskE zur WpAIV ist insoweit leider vage, ZBB 2004, 422 (444).

3 Ebenso Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 48.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 123.

5 Sie ist bereits im DiskE zur WpAIV angelegt, ZBB 2004, 422 (444).

werden. Überschreibt das Programm, mit dessen Hilfe das Insiderverzeichnis geführt wird, automatisch Daten, die älter als sechs Jahre sind, gibt es immer nur einen – jeweils aktuellen – Datensatz über die letzten sechs Jahre¹. Geht man von einem in Papierform verfassten Verzeichnis aus, führt jede Änderung dieses Insiderverzeichnisses dazu, dass eine neue Version des gesamten Verzeichnisses entsteht. Alte Versionen müssen nach Ablauf der Sechs-Jahres-Frist vernichtet werden. Da das Gesetz den Fristbeginn nicht regelt, ist auf die in Bezug genommene Regelung des § 257 Abs. 5 HGB zurückzugreifen, der auf den Schluss des Kalenderjahres abstellt, in dem die Daten erstellt wurden².

c) Vertraulichkeit und Pflicht zur Löschung

Da das Verzeichnis personenbezogene Daten enthält und Insiderinformationen enthalten kann, ist es so aufzubewahren, dass nur die im Unternehmen für die Führung des Verzeichnisses verantwortlichen Personen (z.B. Vorstand), die mit der Führung des Verzeichnisses konkret beauftragten Personen (z.B. Compliance-Mitarbeiter) oder die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegenden Personen (z.B. Wirtschaftsprüfer) Zugang haben (§ 16 Abs. 1 Satz 3 WpAIV). Sowohl das **aktuelle Verzeichnis** als auch **frühere Versionen** sind **streng vertraulich** zu behandeln. Grund für die angeordnete Geheimhaltung sind das Weitergabeverbot von Insiderinformationen und der Datenschutz³. *Koch* schlägt vor, dass besonders sensible Eintragungen in das Verzeichnis verschlüsselt vorgenommen werden dürfen⁴. Dieser Standpunkt überzeugt nicht, denn das gesamte Verzeichnis besteht aus sensiblen Eintragungen und ist daher insgesamt geheim zu halten⁵. Aus der Vertraulichkeit des Verzeichnisses folgt weiterhin, dass ein Auskunftsanspruch der Aktionäre nach § 131 AktG ausgeschlossen ist⁶. Die im Verzeichnis eingetragenen Personen können dagegen nach § 34 BDSG Auskunft über den sie betreffenden Eintrag verlangen⁷. Aus Datenschutzgründen und aufgrund der Pflicht zur Vertraulichkeit sind Verzeichnisse **nach Ablauf der Aufbewahrungsfrist zu löschen** (§ 16 Abs. 2 Satz 3 WpAIV)⁸.

7. Pflicht zur Übermittlung

Die Bundesanstalt kann vom Emittenten und/oder dem Dienstleister die **Übermittlung** des aktuellen Insiderverzeichnisses und der früheren Fassungen der letzten sechs Jahre (s. oben Rz. 61 f.) **verlangen** (§ 15b Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 2 WpHG). An-

1 Dies scheint die Fallkonstellation zu sein, die die BaFin bei ihrer missverständlichen Formulierung im BaFin, Emittentenleitfaden vor Augen gehabt zu haben scheint, vgl. BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 1234.

2 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 55; wohl auch *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 63. Unscharf dagegen BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 123.

3 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 56; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (933).

4 *Koch*, DB 2005, 267 (270); *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 41.

5 Dies übersieht *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 41, in seiner Kritik an der hier vertretenen Position.

6 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 57; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 58; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (933).

7 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 58; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (933); im Ergebnis auch *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 90 sowie *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 58 (unter Hinweis auf § 241 Abs. 2 BGB).

8 Zu Beseitigungsansprüchen ausführlich v. *Neumann-Cosel*, S. 221 ff.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

ders als bei § 4 Abs. 3 WpHG wird kein Verdachtsfall vorausgesetzt¹, denn es handelt sich um eine Börsenzulassungsfolgepflicht, der sich der Emittent mit der Beantragung der Zulassung unterwirft. Hiervon scheinen auch die Gesetzesmaterialien auszugehen, die allein bei § 4 Abs. 3 WpHG einen Eingriff in das Recht auf informationelle Selbstbestimmung annehmen². Im Übrigen wäre die Regelung der Übermittlungspflicht in § 15b Abs. 1 Satz 2 WpHG überflüssig, wenn es auf einen Verdacht ankäme, da in diesem Fall die Übermittlung immer auch nach § 4 Abs. 3 WpHG verlangt werden könnte. Das „Verlangen“ der BaFin nach Übersendung des Verzeichnisses stellt eine Ermessensentscheidung dar. Auch wenn kein Verdachtsfall vorausgesetzt wird, darf die BaFin die Übersendung nicht willkürlich verlangen. Vielmehr muss sie einen Grund für die Anforderung geltend machen, der unterhalb der Schwelle des Verdachtsfalls liegen muss, so dass die Anforderungen nicht allzu hoch sind (z.B. stichprobenartige Überprüfung, ob das Verzeichnis ordnungsgemäß geführt wird oder stichprobenartige Überprüfung von in dem Verzeichnis aufgeführten Personen im Vorfeld von Ermittlungen)³. Die Verzeichnisse sind auf **eigene Kosten** an die BaFin zu übersenden, wobei diese eine Übermittlung in elektronischer Form bevorzugt⁴. Die Liste ist **unverzüglich**, also ohne schuldhaftes Zögern, zu übermitteln. Dieses Tatbestandsmerkmal in § 15b Abs. 1 Satz 2 WpHG bezieht sich nicht nur auf die Aktualisierungspflicht, sondern auch auf die Übermittlungspflicht. Da die heutige Technik einen jederzeitigen Ausdruck der Liste oder eine Umwandlung in eine versandfertige Datei ermöglicht, wird man das aktuelle Verzeichnis in kürzester Zeit übermitteln können. Archivierte Fassungen kann man innerhalb eines Arbeitstages reproduzieren (s. oben Rz. 60). Rechnet man Postlaufzeiten ein, wird die Schwelle zur Ordnungswidrigkeit (s. unten Rz. 79) daher regelmäßig dann überschritten, wenn die BaFin das Verzeichnis später als am dritten Werktag nach Eingang des Verlangens beim Übermittlungspflichtigen erhält⁵. Die Kompetenz der BaFin aus § 15 Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 2 WpHG lässt die allgemeinen Auskunftsbefugnisse des § 4 WpHG unberührt⁶.

8. Mögliche Verfassungswidrigkeit

- 65 Es wird bezweifelt, ob die Regelung des § 15b WpHG mit dem Recht auf informationelle Selbstbestimmung in Einklang steht⁷. Europarechtlich veranlasste Regelungen sind nach inzwischen ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts nur einer sehr beschränkten verfassungsgerichtlichen Kontrolle unterworfen⁸. Nur Spielräume bei der Umsetzung sind überprüfbar. Der Umfang der gespeicherten Daten und deren Übermittlung an die Aufsichtsbehörde sind jedoch in Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 Marktmissbrauchsrichtlinie und Art. 5 der Durchführungsrichtlinie sehr detailliert vorgegeben, so dass dem deutschen Gesetzgeber hier gerade kein

1 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 55; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 52; Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze (Stand: 2/2010), W 57a, § 15b WpHG Rz. 10; v. Neumann-Cosel, S. 181 ff.; a.A. Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929 (932 f.); Steidle/Waldeck, WM 2005, 868 (872).

2 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 30 und 36.

3 A.A. Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, § 15b WpHG Rz. 5.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 123.

5 Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 82.

6 RegE AnSVG vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36.

7 Steidle/Waldeck, WM 2005, 868 ff.

8 BVerfG v. 22.10.1986 – 2 BvR 197/83 („Solange II“), BVerfGE 73, 339, 387; BVerfG v. 10.12.1993 – 2 BvR 2134/92, 2 BvR 2159/92 („Maastricht“), NJW 1993, 3047, 3049; BVerfG v. 7.6.2000 – 2 BvL 1/97, („Bananenmarktordnung“), NJW 2000, 3124 ff.

Umsetzungsspielraum verblieb. Die Geltendmachung von Grundrechtsverletzungen scheidet daher aus¹. Angreifbar wäre allenfalls die Regelung, wonach die Verzeichnisse sechs Jahre lang aufzubewahren sind, da Art. 5 Abs. 4 der Durchführungsrichtlinie hier nur fünf Jahre vorgibt².

9. Rechte des Betriebsrats

Fraglich ist, ob dem Betriebsrat hinsichtlich der Frage des „Ob“ der Errichtung eines Insiderverzeichnisses ein **Mitbestimmungsrecht** zusteht. Einschlägig erscheint der Tatbestand des § 87 Abs. 1 Nr. 6 BetrVG, doch stellt das Insiderverzeichnis keine technische Einrichtung dar, denn es findet keine vom menschlichen Erfassungsvermögen unabhängige technische, d.h. automatisierte Aufzeichnung des Verhaltens oder Leistung der Arbeitnehmer statt³. Technische Einrichtungen werden nur erfasst, wenn sie unmittelbar – ohne Hinzutreten weiterer Mittel – die Überwachungsergebnisse produzieren⁴. Insiderverzeichnisse werden nicht automatisch erstellt, sondern beruhen auf den Angaben, die der das Verzeichnis führende Mitarbeiter erhebt. Die herrschende Meinung sieht den Tatbestand aber auch dann als einschlägig an, wenn die Daten zwar nicht automatisch erhoben, wohl aber ausgewertet werden, was bei elektronisch geführten Insiderverzeichnissen der Fall wäre⁵. Das Mitbestimmungsrecht scheitert jedenfalls daran, dass es nach dem Gesetz nur eingreift „soweit eine gesetzliche oder tarifliche Regelung nicht besteht“⁶. Denn in diesem Fall hat der Unternehmer keinen Handlungsspielraum mehr. Sind die Voraussetzungen des § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG erfüllt, ist die Errichtung des Insiderverzeichnisses gesetzlich vorgeschrieben. Vorliegend wird ein mögliches Mitbestimmungsrecht des Betriebsrats also durch diese zwingende gesetzliche Vorgabe verdrängt. Gleiches gilt hinsichtlich des „Wie“ der Führung des Insiderverzeichnisses, da dies in der WpAIV abschließend festgelegt wird.

Von der Mitbestimmung zu trennen ist die Frage, ob der Emittent den Betriebsrat über die Errichtung eines Insiderverzeichnisses **informieren** muss. Dies wird zu Recht unter Hinweis auf das Gebot der vertrauensvollen Zusammenarbeit bejaht⁷. Denn das Informationsrecht greift nicht erst ein, wenn konkrete Aufgaben des Betriebsrats aktuell betroffen sind, sondern bereits dann, wenn sie potentiell betroffen sein können⁸. Zwar wurde festgestellt, dass ein Mitbestimmungsrecht ausscheidet. Dennoch muss der Betriebsrat zumindest die Einhaltung der Vorgaben des BDSG zugunsten der Arbeitnehmer überprüfen können (§ 80 Abs. 1 Nr. 1 BetrVG)⁹ und ist daher über die Errichtung des Verzeichnisses zu informieren.

1 So jetzt auch *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 2 a.E.; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 6; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 15; abweichend v. *Neumann-Cosel*, S. 162 ff. und *Zimmer*, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1155, die beide einen Grundrechtseingriff bejahen, diesen aber als gerechtfertigt ansehen.

2 A.A. v. *Neumann-Cosel*, S. 163, wonach auch die Pflicht zur Erhebung der Daten verfassungsrechtlich überprüfbar sei. Diese Pflicht ergibt sich jedoch aus Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie und wurde 1:1 umgesetzt, so dass eine verfassungsrechtliche Überprüfung ausscheidet.

3 *Richardi*, in: *Richardi*, 12. Aufl. 2010, § 87 BetrVG Rz. 484 f.

4 *Richardi*, in: *Richardi*, 12. Aufl. 2010, § 87 BetrVG Rz. 503.

5 *Kania* und *Wank*, in: *Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht*, 11. Aufl. 2011, § 87 BetrVG Rz. 49 (m.w.N. auch zur Gegenansicht) bzw. § 28 BDSG Rz. 5.

6 *Heinrich*, in: *KölnKomm. WpHG*, § 15b Rz. 8.

7 *Heinrich*, in: *KölnKomm. WpHG*, § 15b Rz. 8.

8 *Kania*, in: *Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht*, 11. Aufl. 2011, § 80 BetrVG Rz. 17 ff.

9 *Kania*, in: *Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht*, 11. Aufl. 2011, § 80 BetrVG Rz. 3.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

- 68 Der Betriebsrat darf jedoch nur abstrakt und generell prüfen, dass nur solche Daten gespeichert werden, die nach § 15b WpHG erforderlich sind, d.h. er darf nur die **Datenfelder prüfen**. Konkrete Inhalte der Datenbank dürfen ihm nicht zugänglich gemacht werden, da dies in der Sache auf die Weitergabe einer Insiderinformation hinausliefe. Eine solche ist aber nur zulässig, wenn die Weitergabe befugt ist, d.h. zur Erfüllung der dem Betriebsrat zustehenden Aufgabe unerlässlich ist und der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet wird¹. Für die Überprüfung der Einhaltung des § 15b WpHG ist jedoch nicht der Betriebsrat, sondern die BaFin zuständig. Bestätigt wird dieses Ergebnis durch § 16 Abs. 1 Satz 3 WpAIV, der zeigt, dass die Inhalte des Verzeichnisses geheim zu halten sind².

VII. Aufklärungspflicht (§ 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG)

1. Aufklärungspflichtiger

- 69 Gemäß § 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG hat der Emittent die in seinem Insiderverzeichnis geführten Personen über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären. Durch die Vorschrift werden ausdrücklich nur die Emittenten zur Aufklärung verpflichtet. Die Dienstleister hat der Gesetzgeber offensichtlich vergessen. Die BaFin hat dieses Redaktionsversehen erkannt und versucht es dadurch zu bereinigen, dass sie den Emittenten als aufklärungspflichtig auch im Hinblick auf die Mitarbeiter eines Dienstleisters ansieht. Da der Emittent dieser Pflicht bei Personen, die bei einem Dienstleister tätig sind, nur schwerlich nachkommen könne, dürfe die Aufklärungspflicht an den Dienstleister delegiert werden. Diese belehrten dann die in ihrem Insiderverzeichnis geführten Personen im Auftrag des Emittenten³. Dieser Kunstgriff erzielt zwar das gewünschte Ergebnis, ist in der Sache aber abzulehnen⁴. Art. 5 Abs. 5 der Durchführungsrichtlinie sieht gerade nicht nur die Emittenten, sondern auch die Dienstleister als verpflichtet an, die Aufklärung durchzuführen. Da der Gesetzgeber die Richtlinien korrekt umsetzen wollte⁵ und die Konzeption des § 15b WpHG ergibt, dass die Emittenten und Dienstleister eigenständigen Pflichten unterworfen sind (s. oben Rz. 12), darf man vorliegend im Wege der richtlinienkonformen Auslegung die durch das Redaktionsversehen entstandene Lücke schließen⁶. Der Gesetzgeber sollte jedoch im Wege einer Klarstellung den Wortlaut korrigieren. Die Norm ist also dahingehend zu verstehen, dass nicht nur Emittenten, sondern alle Verzeichnisführungspflichtigen von der Belehrungspflicht erfasst sind. Jeder zur Führung eines Insiderverzeichnisses Verpflichtete muss daher die **in seinem Verzeichnis geführten Personen belehren**: Der Emittent muss die für ihn Tätigen belehren. Da er die Dienstleister ebenfalls in seinem Verzeichnis auflisten muss (s. oben Rz. 48), ist er verpflichtet, auch den dortigen Ansprechpartner zu belehren, nicht aber auch dessen

1 Sethe, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 102.

2 Ebenso Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 8.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 123; Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 6.

4 Anders Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 49.

5 RegE AnSVG vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36 f.

6 Ebenso Brandi/Süßmann, AG 2004, 642 (644); Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarkt-gesetze, § 15b WpHG Rz. 51; Grothaus, ZBB 2005, 62 (67); Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 48; Pfüller, in: Fuchs, § 15b Rz. 84 f.; Uwe H. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1626). Im Ergebnis auch Koch, DB 2005, 267 (271); Zimmer, in: FS Hüffer, 2010, S. 1153, 1164; Zimmer, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 33; v. Neumann-Cosel, S. 189 ff.

gesamten Mitarbeiterstab. Vielmehr muss der Dienstleister dann seinerseits alle Mitarbeiter, die in seinem Verzeichnis aufgeführt sind, entsprechend aufklären¹.

2. Inhalt der Aufklärung

Die Aufklärung umfasst zum einen die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, und zum anderen die Rechtsfolgen von Verstößen gegen diese Pflichten. 70

Der Emittent ist ausweislich der Gesetzesbegründung zu § 15 Abs. 3 WpHG verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass Personen mit Zugang zu Insiderinformationen die sich daraus ergebenden rechtlichen Pflichten anerkennen². Auch müssen sie sich der Sanktionen bewusst sein, die bei einer missbräuchlichen Verwendung bzw. einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung derartiger Informationen verhängt werden³. Diese Funktion der Aufklärung über die Sanktionen erfüllt die Belehrung nach § 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG. Einer gesonderten Belehrung nach § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG bedarf es nicht⁴. 71

3. Form der Aufklärung

Es bleibt dem Aufklärungspflichtigen überlassen, wen er innerhalb seiner Organisation einsetzt, um die Erfüllung seiner Pflicht sicherzustellen. In der Praxis werden dies regelmäßig die Compliance-Beauftragten sein. Auch die Art und Weise der Aufklärung bleibt dem Emittenten bzw. Dienstleister überlassen. Möglich ist die Verwendung des Aufklärungsbogens der BaFin⁵. Dieser gibt aber im Wesentlichen nur den Gesetzeswortlaut wieder, der für Laien wenig verständlich sein dürfte. Der Aufklärungsbogen ist – wie *Schröder* sehr anschaulich dargelegt hat⁶ – ein Musterbeispiel dafür, wie man faire und transparente Compliance nicht vornehmen sollte. Denkbar ist auch eine Aufklärung im Wege schriftlicher Leitfäden, interner Insiderrichtlinien oder durch Seminare⁷. Eine bestimmte Form der Aufklärung ist ebenso wenig vorgesehen wie ein Empfangsbekenntnis der belehrten Person⁸. Dass die BaFin hierauf verzichtet, ist zu bedauern, da gerade der Beweis des Vorsatzes beim Insiderhandel durch ein solches Schriftstück erleichtert würde. Vor diesem Hintergrund verwundert es, dass die BaFin in dem Musterbelehrungsbogen auf ihrer Homepage ein Empfangsbekenntnis vorsieht. 72

4. Zeitpunkt und Wiederholung der Aufklärung

Gleichgültig, ob es sich um ein projekt-/anlassbezogenes oder ein funktionsbezogenes Insiderverzeichnis handelt, muss die Aufklärung anlässlich der erstmaligen Aufnahme in das Verzeichnis erfolgen. Darüber hinaus besteht Uneinigkeit, ob und wie 73

1 Ebenso *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 51; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 86.

2 Zur Sicherstellung der Vertraulichkeit durch Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (885).

3 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35; *Sven H. Schneider*, BB 2005, 897; kritisch zur Gesetzesbegründung *Veith*, NZG 2005, 254 (258).

4 *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215 (2219); *Ziemons*, NZG 2004, 537 (543).

5 Aufklärungsbogen der BaFin vom 25.10.2007.

6 *Schröder*, Kapitalmarktrecht, Rz. 1067 f.

7 *Uwe H. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1626).

8 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 123.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

oft die Aufklärung zu wiederholen ist. Der Emittentenleitfaden schweigt zu dieser Frage¹. Es ist nach Art des Verzeichnisses zu differenzieren: (1) Bei funktionsbezogenen Verzeichnissen reicht die einmalige Aufklärung. Ihre Wiederholung ist bei Erlangung weiterer Insiderinformationen nicht erforderlich². Auch die Ansicht, dass in regelmäßigen Abständen eine Wiederholung der Belehrung erfolgen müsse, um eine Sensibilisierung der Mitarbeiter zu erreichen³, ist – mangels gesetzlicher Grundlage – abzulehnen. Der Wechsel in eine andere Abteilung des Emittenten löst keine Wiederholungspflicht aus. Davon zu trennen ist die Frage, ob man freiwillig eine solche Wiederholung vornehmen sollte, was im Schrifttum als zweckmäßig angesehen wird⁴. (2) Führt das Unternehmen ein anlassbezogenes Insiderverzeichnis, ist ein erfassender Mitarbeiter davon in Kenntnis zu setzen, bei welchen Projekten er in dem Insiderverzeichnis geführt wird⁵. Personen, die gleichzeitig oder nacheinander in mehrere Projekte eingebunden sind, müssen nicht jedes Mal erneut belehrt werden⁶.

VIII. Auswirkungen des § 15b WpHG

- 74 Mit Einführung des § 15b WpHG hat der Gesetzgeber den Emittenten und Dienstleistern bereits im Vorfeld der Entstehung von Insiderinformationen Organisationspflichten auferlegt. Ihre Organmitglieder haben diese Pflichten im Rahmen der unternehmensinternen Organisation umzusetzen, wozu auch ein angemessenes Risikomanagementsystem für Rechtsrisiken gehört. An dieses kann die nach § 15b WpHG gebotene Organisation angebunden werden.
- 75 Die Vorverlagerung der Organisationspflichten gibt Anlass zu zwei weiteren Feststellungen: (1) Allein aus der Tatsache, dass der Emittent ein anlassbezogenes Insiderverzeichnis führt, lässt sich nicht zwingend ableiten, dass bereits eine ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformation i.S. des § 15 WpHG vorliegt. Denn das Verzeichnis ist bereits im Vorfeld der Entstehung von Insiderinformationen zu führen⁷. (2) Aus dem gleichen Grund kann man aus einem funktions- oder vertraulichkeitsbereichsbezogenen Insiderverzeichnis nicht den Schluss ziehen, dass jede der dort aufgeführten Personen während des gesamten Zeitraums ihrer Zuordnung zu einer Funktion oder zu einem Bereich ununterbrochen im Besitz von Insiderinformationen gewesen ist⁸. Würde man dies unterstellen, wäre den darin genannten Personen aufgrund des Insiderhandelsverbots jegliche Vornahme von Wertpapiergeschäften in Finanzinstrumenten des Emittenten verwehrt. Dies ist nicht die Zielsetzung der Regelung in § 15b WpHG und würde im Übrigen dazu führen, dass § 15a WpHG leer liefe.

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 123.

2 Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 50; Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 53.

3 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 53; ebenso v. Neumann-Cosel, S. 194, der regelmäßige Aufklärungsschreiben befürwortet.

4 Kirschhöfer, Der Konzern 2005, 22 (27); Pfüller, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 87.

5 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 53; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 50; Kirschhöfer, Der Konzern 2005, 22 (27); v. Neumann-Cosel, S. 194.

6 Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 53; a.A. aber Brandt/Süßmann, AG 2004, 642 (644).

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 120 sowie oben Rz. 28, 49.

8 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 121; Kirschhöfer, Der Konzern 2005, 22 (24 und 25).

Schließlich ist nochmals darauf hinzuweisen (s. auch Rz. 3), dass die Belehrung über das Insiderrecht nach § 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG die Strafverfolgung gegen Insider erleichtert. Ein Vorsatz ist nun leichter nachweisbar. 76

IX. Die Verordnungsermächtigung (§ 15b Abs. 2 WpHG)

Gemäß § 15b Abs. 2 Satz 1 WpHG kann das Bundesministerium der Finanzen durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über Umfang und Form der Verzeichnisse, die in den Verzeichnissen enthaltenen Daten, die Aktualisierung und die Datenpflege bezüglich der Verzeichnisse, den Zeitraum, über den die Verzeichnisse aufbewahrt werden müssen, und die Fristen für die Vernichtung der Verzeichnisse. Mit den §§ 14 bis 16 der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV)¹ hat das Bundesministerium von dieser Ermächtigung Gebrauch gemacht. Es besteht die Möglichkeit, diese Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu übertragen (§ 15b Abs. 2 Satz 2 WpHG). Dieser Weg soll ein schnelleres Anpassen des deutschen Rechts an neue Entwicklungen bei den europäischen Standards erlauben². Von dieser Möglichkeit hat das Ministerium bislang keinen Gebrauch gemacht. 77

X. Sanktionen

1. Bußgeld

Ein **Verstoß gegen die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnisses** nach § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG (s. oben Rz. 28 ff.) und die sie ergänzenden Pflichten aus §§ 14 bis 16 WpAIV stellen eine **Ordnungswidrigkeit** nach § 39 Abs. 2 Nr. 8 WpHG dar. Als Zuwiderhandlung gilt das Nichtführen, das nicht richtige oder das nicht vollständige Führen des Verzeichnisses. Erfasst ist damit auch ein Verstoß gegen die Aktualisierungspflicht, der zu einem unrichtigen Insiderverzeichnis führt³. Verantwortlich für die Pflicht zur Führung des Verzeichnisses ist die Geschäftsführung des Emittenten bzw. der Dienstleister oder dessen Geschäftsführung, sollte es sich um eine juristische Person handeln. Die Verletzung der Pflicht zur Löschung des Verzeichnisses nach Ablauf der Sechs-Jahres-Frist wird durch das WpHG nicht sanktioniert. Denn durch das Unterlassen der Löschung wird das Verzeichnis nicht un- 78

¹ Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13.12.2004, BGBl. I 2004, 3376, zuletzt geändert durch Art. 6 des Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 5.4.2011, BGBl. I 538, Text im Anhang S. 2212).

² RegE AnSVG vom 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 37.

³ Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 61; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 100; a.A. *Zimmer*, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 38; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 66, der Verstöße gegen §§ 15 f. WpAIV nicht als erfasst ansieht.

§ 15b

Führung von Insiderverzeichnissen

richtig¹. **Nicht sanktioniert** ist außerdem eine Verletzung der Aufklärungs- und Belehrungspflicht nach § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG².

- 79 Kommt der für die Führung des Verzeichnisses Verantwortliche einem Verlangen der BaFin nach **Übermittlung des Verzeichnisses nicht oder nicht rechtzeitig** nach, stellt dies eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 9 WpHG dar. Ein Fall nicht rechtzeitiger Übermittlung wird vorliegen, wenn das von der BaFin angeforderte Verzeichnis erst nach Ablauf von drei Werktagen eingeht (s. oben Rz. 60, 64)³. Verantwortlich für die Pflicht zur Übermittlung des Verzeichnisses ist wiederum die Geschäftsführung des Emittenten bzw. der Dienstleister oder dessen Geschäftsführung, sollte es sich um eine juristische Person handeln.
- 80 Nach § 39 Abs. 4 WpHG können die Ordnungswidrigkeiten mit einer Geldbuße bis zu 50 000 Euro bei Vorsatz und 25 000 Euro bei Leichtfertigkeit (§ 17 Abs. 2 OWiG) geahndet werden⁴. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu § 39 WpHG.

2. Strafvorschriften

- 81 Kommt der für die Führung des Verzeichnisses Verantwortliche seiner Pflicht nicht oder nicht ordnungsgemäß nach, um dadurch eine tateinheitlich begangene eigene Insiderstraftat zu verschleiern, tritt die begangene Ordnungswidrigkeit nach § 21 Abs. 1 Satz 1 OWiG zurück (**Subsidiarität**). Sie lebt jedoch wieder auf, wenn keine Strafe verhängt wird (§ 21 Abs. 2 OWiG). Dies gilt etwa für den Fall, dass das Strafverfahren nach §§ 153, 153a, 154a, 170 Abs. 2 StPO eingestellt wird⁵.
- 82 Kommt der Verantwortliche seiner Pflicht zur (vollständigen) Führung des Insiderverzeichnisses nicht nach, um die anstehende Insiderstraftat eines anderen zu ermöglichen, kann er **Mittäter des Insiderdelikts** sein, wenn er selbst ebenfalls Insider ist und die übrigen Voraussetzungen der Mittäterschaft vorliegen. Verfügt er nicht über Insiderinformationen oder fehlen die Voraussetzungen der Mittäterschaft, kann ein Fall der **Beihilfe zum Insiderhandel** oder ein Fall der **Begünstigung** (§ 257 StGB) gegeben sein.
- 83 Weigert sich der Verantwortliche, das Verzeichnis an die BaFin zu übermitteln, um eine begangene Insiderstraftat zu verschleiern, kann eine (versuchte) **Strafvereitelung** (§ 259 StGB) vorliegen.

3. Zivilrechtliche Sanktionen

- 84 Die Führung und Aktualisierung des Insiderverzeichnisses obliegen dem Emittenten und Dienstleister allein kraft Aufsichtsrechts im Interesse des Marktschutzes (vgl. Erwägungsgrund Nr. 12 der Marktmissbrauchsrichtlinie und Erwägungsgrund Nr. 6 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG). Individuelle Anleger sollen nicht ge-

1 Anders offenbar *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 61.

2 So auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 61; *Süßmann*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2008, Teil 4 Kap. 4 T1 Rz. 4 (= S. 785); *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 100.

3 Vgl. die entsprechenden Erwägungen zu einem Verstoß gegen § 15a WpHG bei § 15a Rz. 131.

4 A.A. – allerdings ohne Begründung *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 100, der von einem Bußgeldrahmen von 200 000 Euro ausgeht.

5 Unten *Vogel*, § 39 Rz. 83.

schützt werden. Die Sätze 1 und 2 des § 15b Abs. 1 stellen deshalb **keine Schutzgesetze i.S. des § 823 Abs. 2 BGB** dar¹. Im Übrigen sind Schadensersatzansprüche einzelner Anleger auch nur schwer vorstellbar. Es gelten die zu § 14 WpHG angestellten Überlegungen². Deshalb ist auch ein an sich möglicher³ Anspruch aus § 826 BGB blanke Theorie.

Der Emittent ist grundsätzlich **nicht verpflichtet, die von ihm eingeschalteten Dienstleister** über ihre Pflichten aus § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG **aufzuklären**. Es ist grundsätzlich Aufgabe des Rechtsunterworfenen, sich selbst um die aufsichtsrechtlichen Pflichten zu kümmern (s. oben Rz. 12)⁴. Kommt ein Dienstleister daher seinen Pflichten aus § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG nicht nach, kann er gezahlte Bußgelder nicht vom Emittenten unter dem Gesichtspunkt einer Verletzung vertraglicher Nebenpflichten (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 241 Abs. 2 BGB) erstattet verlangen⁵. 85

Die Aufklärungspflicht des § 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG besteht ebenfalls nur im Interesse einer funktionierenden Aufsicht. Die Norm ist **kein Schutzgesetz i.S. des § 823 Abs. 2 BGB**⁶. Der einzelne Mitarbeiter des Emittenten oder Dienstleisters kann also nicht Schadensersatz von seinem Arbeitgeber mit dem Argument verlangen, wäre er zutreffend aufgeklärt worden, hätte er die Insiderstraftat nicht begangen. Die Aufklärung soll bewirken, dass den Mitarbeitern das Insiderhandelsverbot vor Augen geführt und so die Abschreckungswirkung des strafrechtlich sanktionierten Verbots aufgefrischt wird (s. oben Rz. 3). Grundsätzlich liegt es aber in der alleinigen Verantwortung des Mitarbeiters, sich über die Reichweite strafrechtlicher Verbote zu informieren. Wenn überhaupt, kann der Mitarbeiter im Strafverfahren geltend machen, er habe nicht vorsätzlich gehandelt, und unterstützend darauf hinweisen, dass er nie über die Strafbarkeit des Insiderhandels aufgeklärt wurde. **Zivilrechtliche Ansprüche erwachsen** aus der unterbliebenen Aufklärung jedoch **nicht**, zumal kein Anspruch darauf besteht, nicht strafrechtlich verfolgt zu werden⁷. 86

XI. Ansprüche nach dem Informationsfreiheitsgesetz

Die BaFin unterfällt dem Anwendungsbereich des Informationsfreiheitsgesetzes. Pläne für eine Bereichsausnahme zugunsten von Bundesbank und BaFin⁸ konnten sich zu Recht nicht durchsetzen und wären auch systemwidrig gewesen⁹, denn bereits das IFG selbst regelt das Spannungsverhältnis zwischen Informationsanspruch und Geheimnisschutz. Der Anspruch der Bürger nach §§ 1, 2 IFG richtet sich auf alle Informationen, die die Bundesbehörden im Rahmen ihrer behördlichen Aufgabenerfüllung 87

1 So auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 64; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 67; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 104.

2 Oben *Assmann*, § 14 Rz. 209 ff.

3 *Zimmer*, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 44; *Pfüller*, in: Fuchs, § 15b WpHG Rz. 105 m.w.N.

4 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 31; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 17.

5 So jetzt auch *Zimmer*, in: Schwark/Zimmer, § 15b WpHG Rz. 45; v. *Neumann-Cosel*, S. 205 f.

6 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 65; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 67.

7 Ebenso jetzt v. *Neumann-Cosel*, S. 204 f.

8 Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften der Zahlungsdiensterichtlinie (Zahlungsdiensteumsetzungsgesetz), BR-Drucks. 827/08, S. 3.

9 *Gurlit*, WM 2009, 773 (774).

§ 16

Aufzeichnungspflichten

lung erlangen¹, wozu auch die von der BaFin im Wege von § 15b Abs. 1 Satz 2 WpHG erlangten Informationen über den Inhalt der Insiderverzeichnisse gehören². Allerdings sind die nach § 15b Abs. 1 Satz 2 WpHG erlangten Informationen nicht für eine Veröffentlichung bestimmt, sondern dienen ausschließlich den in Rz. 3 genannten Zwecken. Vorliegend greift daher zum Schutz der betroffenen Emittenten und Dienstleister die Geheimhaltungsvorschrift der § 3 Nr. 4 IFG i.V.m. § 8 WpHG ein. Da die Verzeichnisse auch dazu dienen, strafrechtliche Sachverhalte aufzuklären, wäre zudem auch die Ausnahme des § 3 Nr. 1 lit. g IFG einschlägig. Schließlich ist auf den durch § 5 IFG vermittelten Schutz Dritter hinzuweisen, soweit in den Insiderverzeichnissen personenbezogene Daten über sie enthalten sind³. Im Ergebnis kommt daher eine Auskunftspflicht der BaFin über die Inhalte der ihr vorliegenden Insiderverzeichnisse nicht in Betracht.

§ 16

Aufzeichnungspflichten

Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie Unternehmen mit Sitz im Inland, die an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, haben vor Durchführung von Aufträgen, die Insiderpapiere im Sinne des § 12 zum Gegenstand haben, bei natürlichen Personen den Namen, das Geburtsdatum und die Anschrift, bei Unternehmen die Firma und die Anschrift der Auftraggeber und der berechtigten oder verpflichteten Personen oder Unternehmen festzustellen und diese Angaben aufzuzeichnen. Die Aufzeichnungen nach Satz 1 sind mindestens sechs Jahre aufzubewahren. Für die Aufbewahrung gilt § 257 Abs. 3 und 5 des Handelsgesetzbuchs entsprechend.

In der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes vom 24.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630).

- 1 Die Vorschrift enthält nur noch die Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten, die früher in § 16 Abs. 2 Satz 5 und Abs. 9 WpHG a.F. enthalten waren. Die übrigen Regelungen des § 16 WpHG a.F. wurden weitgehend durch den **erweiterten § 4 WpHG** ersetzt. Die Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflicht korrespondiert aber auch weiterhin mit den Auskunfts- und Vorlagepflichten (§ 4 Abs. 3 WpHG). Zudem ist die Vorschrift im Zusammenhang mit den Meldepflichten nach § 9 WpHG zu sehen. Aus den Meldungen nach § 9 WpHG kennt die Bundesanstalt alle wesentlichen Merkmale der abgeschlossenen Geschäfte bis auf die Identität der Auftraggeber, es sei denn, es läge Eigenhandel von Kreditinstituten oder anderen nach § 9 WpHG meldepflichtigen Unternehmen vor. Die Regelung erlaubt der Bundesanstalt auf Grund der geforderten Aufzeichnungen

- die Identität der Auftraggeber und
- die Identität der berechtigten oder verpflichteten Personen oder Unternehmen

mittels Auskunfts- oder Vorlageersuchen nach § 4 Abs. 3 WpHG festzustellen. Diese Feststellung ist notwendig, um Verstöße gegen § 38 WpHG aufklären zu können.

1 Zu Einzelheiten s. oben *Döhmel*, § 8 Rz. 22 ff.; *Möllers*, in: KölnKomm. WpHG, § 8 Rz. 60 ff. Grundlegend zum Verhältnis des IFG zum WpHG auch *Möllers/Wenninger*, ZHR 170 (2006), 455 ff.

2 *Gurlit*, WM 2009, 773 (776).

3 Zum Streit über das Verhältnis zwischen § 3 Nr. 4 IFG einerseits und §§ 5, 6 IFG andererseits *Gurlit*, WM 2009, 773 (777 m.w.N.).